

Forvalting av Statens petroleumsfond

Rapport for tredje kvartal 2000

Samandrag

I tredje kvartal var periodeavkastninga 0,3 prosent målt i den valutakorga som svarer til samansetninga av Petroleumsfondet sin referanseportefølje. Det gav ei samla avkastning til no i år på 2,7 prosent. Målt over dei siste fire kvartala fram til utgangen av tredje kvartal var årsavkastninga 10,8 prosent.

Periodeavkastninga målt i norske kroner var 2,4 prosent i tredje kvartal, og 8,1 prosent til no i år. Over dei siste fire kvartala fram til utgangen av tredje kvartal var årsavkastninga i kroner 18,8 prosent. Forskjellen mellom avkastningstala mot valutakorga og mot norske kroner kjem av at den norske krona blei mindre verd i perioden. I samband med måling av verdiar og utrekning av avkastning, bør ein ta utgangspunkt i utviklinga av den internasjonale kjøpekrafta til Petroleumsfondet. Det er derfor mest relevant å vurdere avkastninga til fondet i forhold til valutakorga til referanseporteføljen.

I tredje kvartal 2000 var Petroleumsfondet si avkastning 0,03 prosentpoeng høgare enn avkastninga på referanseporteføljen. Samla for dei tre første kvartala i år har meiravkastninga vore 0,52 prosentpoeng.

Renteporteføljen hadde i tredje kvartal 2000 ei avkastning på 1,3 prosent målt i valutakorga til referanseporteføljen. Det var positiv kursutvikling både i Europa og USA, mens det var ein liten nedgang i Japan. Avkastninga på aksjeporteføljen var på -1,0 prosent målt i valutakorga. Resultatet følgjer av kursnedgang i Japan, mens det både i Europa og USA har vore små kursendringar over perioden sett under eitt. Som i førre kvartalet har det vore store kurssvingingar og store forskjellar mellom ulike sektorar.

Petroleumsfondet sine internasjonale aksje- og renteporteføljar fekk overført 45 milliardar kroner den 29. september 2000. Marknadsverdien av fondet sin samla verdipapirportefølje var etter dette 356,9 milliardar kroner.

Hovudtal

Avkastningstal for kvartal kan svinge mykje. Tal for det enkelte kvartalet gir i liten grad noko svar på om forvaltingsstrategien er fornuftig eller om forvaltinga blir driven på ein god måte. Sjølv om årlege avkastningstal svingar mindre, gir heller ikkje desse noko fullt bilete av forvaltingsstrategien og kor dyktige forvaltarane har vore. Ein må sjå på gjennomsnittstal for ein lengre tidsperiode.

Det er no snart tre år sidan aksjar blei tekne med blant investeringane til Petroleumsfondet. Avkastningstala for heile denne perioden gir eit betre utgangspunkt for å vurdere resultata i forvaltinga. Som ein del av kvartalsrapporteringa vil Noregs Bank derfor også presentere avkastningstal tilbake i tid.

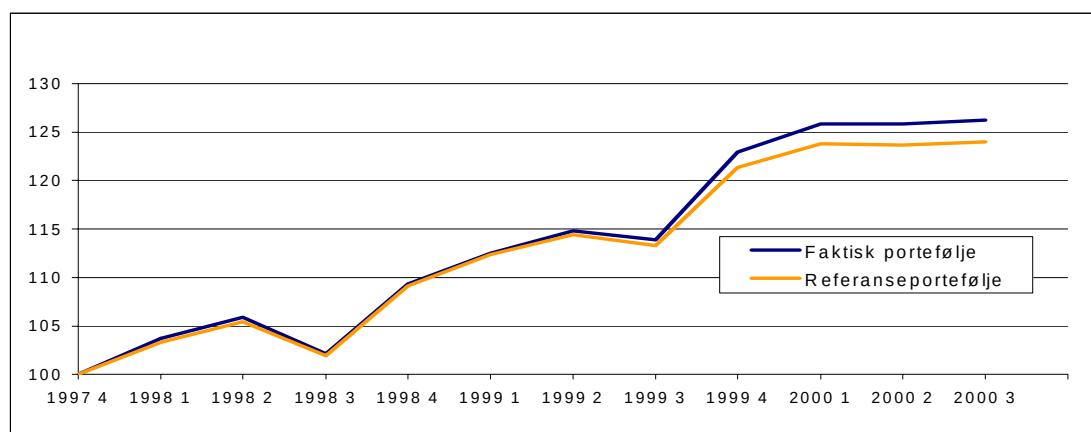
Årlege avkastningsrater i prosent fram til utgangen av tredje kvartal 2000, målt i valutakorga til referanseporteføljen

	Nominell avkastning i året	Prisvekst i året	Reell avkastning i året	Meiravkastning i Noregs Bank si forvalting
Siste år	10,8	2,1	8,6	1,5
Siste to år	11,8	1,7	9,9	1,1
Siste tre år	9,4	1,5	7,9	0,9

Tabellen ovanfor viser realavkastninga over dei siste fire kvartala fram til utgangen av tredje kvartal 2000, og gjennomsnittleg realavkastning over dei to og tre siste åra fram til det same tidspunktet. Prisveksten er eit vekta gjennomsnitt av prisveksten i dei landa som er med i referanseporteføljen fastsett av Finansdepartementet.

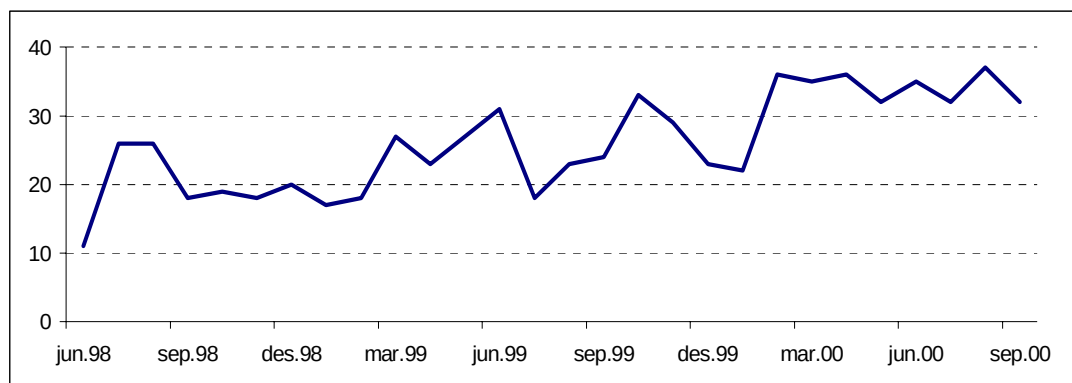
Gjennomsnittleg realavkastning i tabellen ligg truleg høgare enn det som tidlegare har vore gjennomsnittleg avkastning over lengre tidsperiodar. Meiravkastninga er i tabellen rekna som aritmetisk avvik og etter det omrekna til årssrate.

Avkastninga på den faktiske porteføljen og på referanseporteføljen i heile perioden sidan inngangen til 1998, målt i valutakorga til referanseporteføljen. 31.12.97=100



Sidan inngangen til 1998 har avkastninga i Petroleumsfondet vore 26,2 prosent, målt for heile perioden. I det same tidsrommet har avkastninga på referanseporteføljen vore 24,0 prosent. Forskjellen mellom den faktiske avkastninga og avkastninga på referanseporteføljen gir uttrykk for meiravkastninga i Noregs Bank si forvalting. For denne perioden har meiravkastninga vore 2,2 prosentpoeng, sjå figuren ovanfor.

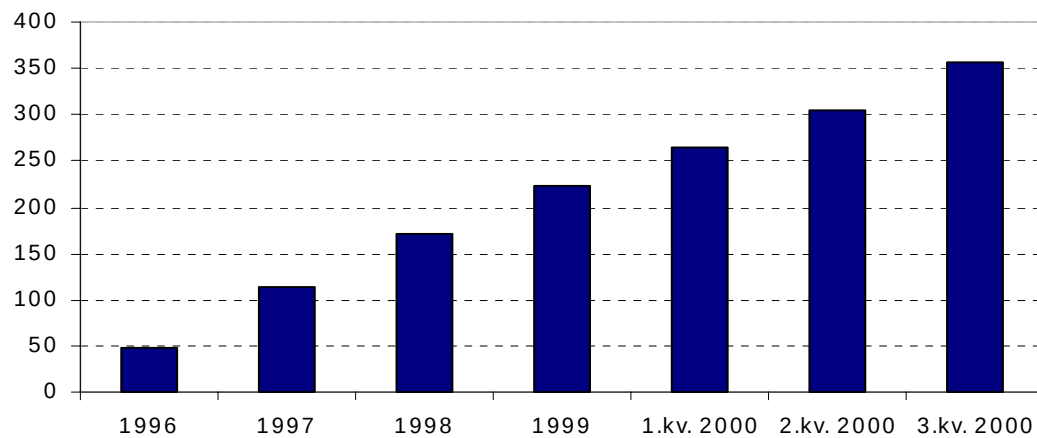
Den relative marknadsrisikoen ved utgangen av kvar månad, målt ved relativ volatilitet. Basispunkt (hundredelar av eit prosentpoeng)



Figuren ovanfor viser utviklinga i måtalet for forventa forskjell i avkastning mellom den faktiske porteføljen og referanseporteføljen (forventa relativ volatilitet, sjå forklaring av omgrepet i avsnitt 5 nedanfor). Auken over tid speglar at Noregs Bank gradvis har auka innslaget av aktiv forvalting, for å kunne få høgare avkastning enn på referanseporteføljen. Det meste av den aktiva forvaltinga blir gjort av eksterne forvaltarar.

Informasjonsraten er eit vanleg mål for kor dyktige operative forvaltarar er. Informasjonsraten er forholdstalet mellom meiravkastning og relativ marknadsrisiko (målt som forventa relativ volatilitet). Som gjennomsnitt frå første kvartal 1998 til og med tredje kvartal 2000 har informasjonsraten for fondet vore på 1,3. Dette er uvanleg høgt. Til vanleg reknar ein 0,2-0,3 som eit godt resultat, og ein kan ikkje rekne med at det høge nivået ein til no har hatt for Petroleumsfondet vil vare ved.

Marknadsverdien av Statens petroleumsfond 1996-2000 (milliardar kroner)



Figuren ovanfor viser korleis marknadsverdien av Petroleumsfondet sin internasjonale portefølje har auka sidan utgangen av 1996. Auken har vore særleg sterk i år, frå 222,4 milliardar ved starten av året til 356,9 milliardar ved utgangen av tredje kvartal.

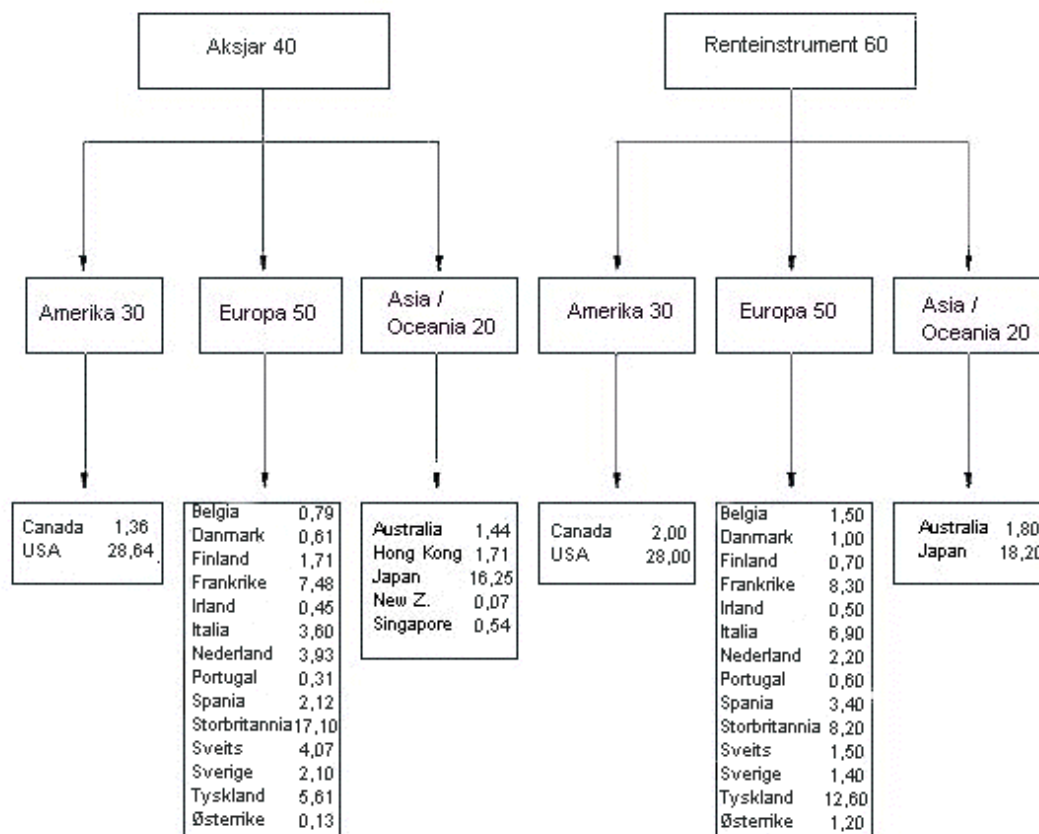
1. Mandat

Noregs Bank forvaltar Petroleumsfondet i samsvar med forskrift fastsett av Finansdepartementet 3. oktober 1997, siste gongen endra 4. oktober 2000. Då blei det bestemt at Hellas frå den dagen blei teken med blant dei landa obligasjonsporteføljen kan plasserast i. Det blei gjort som ein følgje av at Hellas no blir definert som ein utvikla marknad.

I samsvar med forskrifta har Finansdepartementet bestemt ein referanseportefølje for Petroleumsfondet. Referanseporteføljen er sett saman av bestemte indeksar for aksjar i 21 land og av indeksar for statsobligasjonar i 18 land. Hong Kong, Singapore og New Zealand er ikkje med i referanseporteføljen for obligasjonar. Sju land, som blei tekne med i det tillatne investeringsuniverset for aksjar frå 1. januar, er heller ikkje med i referanseporteføljen. Men Finansdepartementet har bestemt at seks av desse landa, Brasil, Hellas, Mexico, Sør-Korea, Taiwan og Tyrkia, vil bli tekne med i referanseporteføljen for aksjar, jf Nasjonalbudsjettet 2001.

Aksjar utgjer 40 prosent av referanseporteføljen, mens obligasjonar utgjer 60 prosent. Verdipapir noterte i Europa utgjer 50 prosent, i Amerika 30 prosent og i Asia/Oceania 20 prosent. Referanseporteføljen er utgangspunktet for risikostyringa av Petroleumsfondet og grunnlaget for resultatmålinga av den forvaltinga Noregs Bank gjer.

Figur 1: Referanseporteføljen 30. september 2000



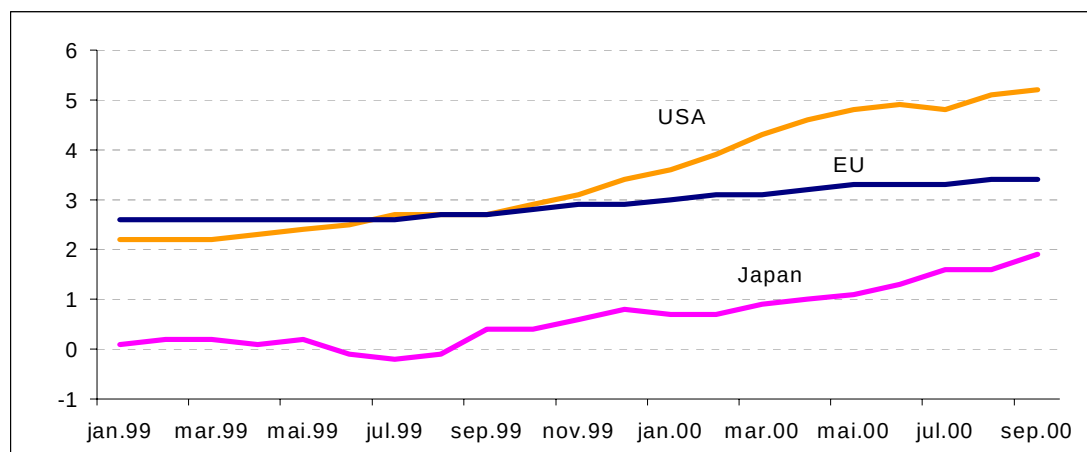
Finansdepartementet har sett ei grense for kva marknadsrisiko Norges Bank kan ta i forhold til referanseporteføljen i den operative forvaltinga av Petroleumsfondet. Den faktiske porteføljen skal aldri avvike så mykje frå referanseporteføljen at forventet relativ volatilitet, rekna på årsbasis i risikostyringssystemet BARRA, blir høgare enn 1,5 prosentpoeng. Omgrepet relativ volatilitet er nærmare forklart i avsnitt 5.

2. Marknadsutviklinga

2.1. Hovuddrag i utviklinga

I tredje kvartal kom det fleire signal om at veksten i BNP i dei viktigaste landa var i ferd med å nå ein topp, men enkelte prognosar viser framleis høg vekst i år og neste år. Figur 2 viser kor høg vekst eit utval av prognosemakarar har venta i 2000 for USA, EU og Japan på ulike tidspunkt. For USA og Japan har det vore aukande optimisme gjennom året. Forventingane til 2001 har også blitt meir positive det siste kvartalet. I september venta prognosemakarane i gjennomsnitt ein vekst på 3,7 prosent i USA, 3,1 prosent i EU og 2,0 prosent i Japan neste år.

Figur 2: BNP-veksten for 2000. Forventingar i prosent på ulike tidspunkt



Kjelde: Consensus Forecasts Inc.

Forventingane ovanfor er målte av firmaet Consensus Economics. Andre målingar av forventingar gir eit litt anna bilete, med meir pessimistiske tal i tredje kvartal. Når ein i tillegg har hatt svak utvikling i dei viktigaste aksjemarknadene og dei korte rentene er høgare enn dei lange rentene i den amerikanske rentemarknaden, trur mange at aktørane i finansmarknadene er meir pessimistiske enn dei som publiserer prognosar. Uroa i Midt-Austen og høge oljeprisar kan også ha verka negativt inn på framtidsutsiktene.

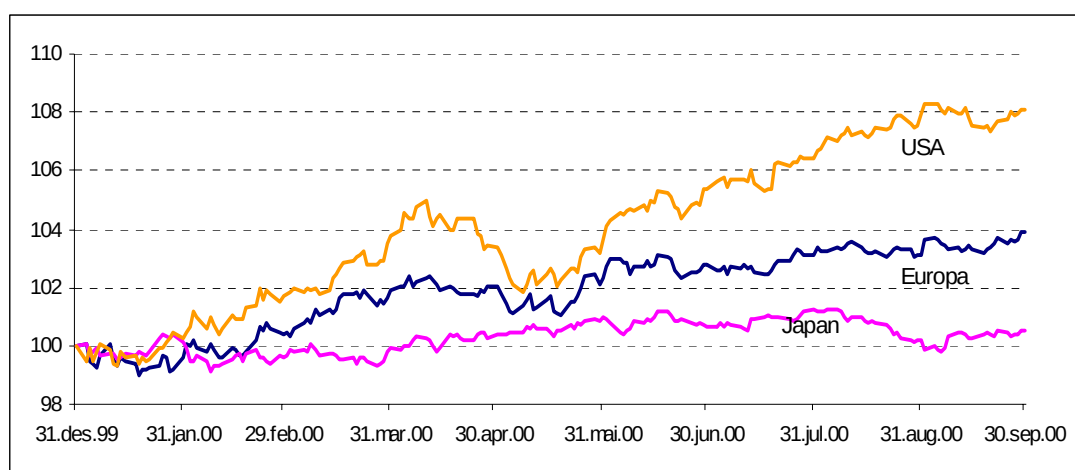
Utsiktene er likevel i hovudsak positive. Inngangen av ordrar er god i dei viktigaste industrigreinene, og i arbeidsmarknadene er det god vekst i sysselsetjinga og fall i talet på ledige.

2.2. Rentemarknadene

Ved starten av tredje kvartal venta mange framleis auke i rentene i dei viktigaste økonomiane. Den amerikanske sentralbanken auka ikkje styringsrentene i kvartalet, men heldt fast på at det var mest truleg at neste endring ville vere ein auke. I Storbritannia var det heller ikkje noka endring i styringsrentene i kvartalet.

Den europeiske sentralbanken auka styringsrenta si 1. september med eit kvart prosentpoeng til 4,5 prosent. Bakgrunnen var høg vekst i kredittmengda i Euroland, auke i konsumprisane og svekkinga i kursen for euro mot amerikanske dollar og japanske yen. Den japanske sentralbanken gjekk 11. august bort frå nullrentepolitikken, og grunngav det med betre vekstutsikter for japansk økonomi. Marknadsaktørarar trudde at noko av grunnen også var at den låge renta hadde hindra fornyingar i økonomien.

Figur 3: Verdiutviklinga på Salomon Smith Barney sine statsobligasjonsindeksar i dei tre første kvartala i 2000



Avkastningskurvene blei i mange land fallande gjennom kvartalet. I USA var renta på tre månaders lån 0,3 prosentpoeng høgare enn renta på ti års lån ved slutten av kvartalet, mens forskjellen hadde motsette forteikn ved starten av kvartalet. Ei liknande utvikling, om ikkje så sterk, såg ein også i andre land.

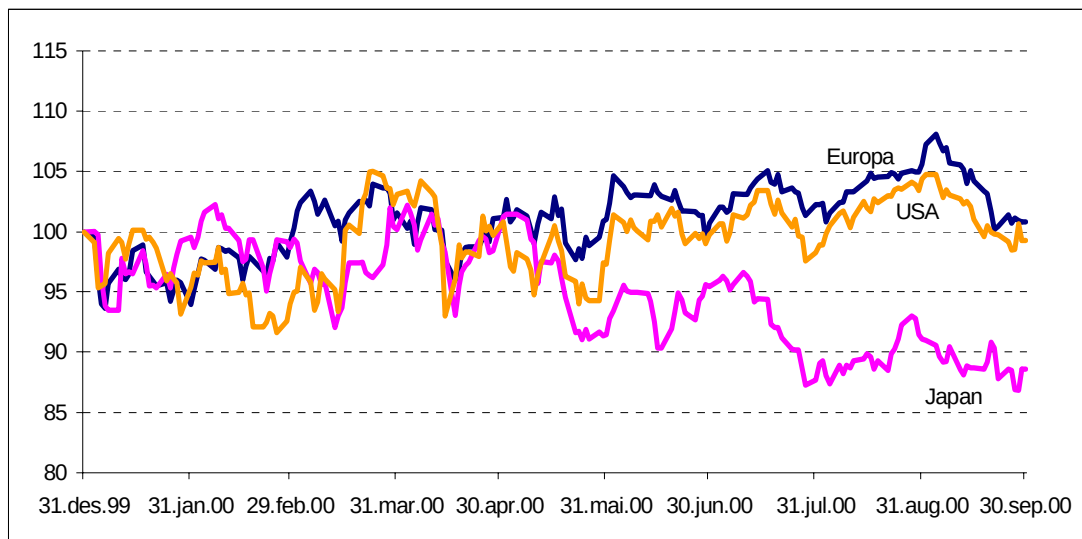
I USA var den gjennomsnittlege avkastninga på renteinvesteringar i tredje kvartal 2,6 prosent, målt ved Salomon Smith Barney sin statsobligasjonsindeks, sjå figur 3. Det var også positiv avkastning i Europa med 1,1 prosent i kvartalet målt ved statsobligasjonsindeksen. I Japan var avkastninga svakt negativ.

2.3. Aksjemarknadene

Det var svak kursutvikling i dei viktigaste aksjemarknadene i tredje kvartal. Som i dei førre kvartala var det størst utslag i teknologi-aksjane, og NASDAQ-indeksen fall med 8 prosent i kvartalet. Sidan noko av fallet i desse aksjane kom av at investeringar blei flytta til andre sektorar, heldt dei andre aksjeindeksane seg betre oppe.

I USA fall aksjemarknadene i gjennomsnitt med 0,5 prosent i tredje kvartal, målt ved FTSE-indeksen, sjå figur 4. Finanstenester og energi- og vassforsyning kom best ut av kvartalet, mens den største nedgangen kom i ikkje-konjunkturfølsame tenester og informasjonsteknologi.

Figur 4: Verdiutviklinga på FTSE sine aksjeindeksar hittil i år



I Europa var kursane i gjennomsnitt ved slutten av kvartalet om lag som ved starten av kvartalet. Aksjar i dei tradisjonelle tenestesektorane gjorde det best, mens sektorar som til dømes telefontenester hadde negativ kursutvikling. Fallet i Nokia- og Ericsson-aksjane medverka til at nedgangen blei særleg stor i Finland og Sverige.

I Japan fall aksjeverdiane med 7,1 prosent i tredje kvartal, sjå figur 4. Den største nedgangen kom for slike sykliske sektorar som kjemiske produkt og gummiprodukt, og for selskap som driv detaljhandel. Den beste kursutviklinga kom for olje- og gruveselskap. Den sterke nedgangen i Japan er ikkje lett å forklare. Den kan henge saman med at krysseigarskap har blitt avvikla i nokre tilfelle, og det kan også komme av renteauken, saman med statistikk som viser svak etterspørsel frå hushaldssektoren. Nokre større konkursar kan ha medverka til meir pessimisme.

Tabell 1: Avkastning på Petroleumsfondet sin referanseportefølje for aksjar i tredje kvartal 2000, fordelt på hovudsektorar (prosent, målt i lokal valuta)*

Råvarebasert industri	-5,87 %
Konjunkturfølsame varer	1,95 %
Konjunkturfølsame tenester	-5,62 %
Finanstenester	11,02 %
Teknologibasert industri	1,08 %
Informasjonsteknologi	-9,70 %
Ikkje-konjunkturfølsame varer	2,45 %
Ikkje-konjunkturfølsame tenester	-11,27 %
Utvinning av naturressursar	4,21 %
Energi- og vassforsyning	10,52 %
Totalt	-1,29 %

Kjelde: Datastream

* FTSE verdsindeks med Petroleumsfondet sine regionvektar ved inngangen til tredje kvartal.

Tabell 1 viser avkastninga på Petroleumsfondet sin referanseportefølje for aksjar i tredje kvartal fordelt på hovudsektorar. Det var store forskjellar mellom ulike sektorar. På verdsbasis var avkastninga klart høgast for finanstenester, mens dei fleste andre sektorane hadde negativ avkastning. Størst negativ avkastning var det for ikkje-konjunkturfølsame tenester, som mellom anna inneheld teletenester og daglegvarehandel.

3. Gjennomføring av forvaltinga

Marknadsverdien av Petroleumsfondet sin valutaportefølje var ved starten av tredje kvartal på 304,6 milliardar kroner. Finansdepartementet førte 29. september over 45 milliardar kroner til fondet sin kronekonto, og Noregs Bank investerte ein tilsvarande sum i Petroleumsfondet sin portefølje av internasjonale verdipapir ved å føre over midlar frå den særskilte Petrobufferporteføljen i valutaresservane. Ved utgangen av tredje kvartal var marknadsverdien av fondet sin samla verdipapirportefølje 356,9 milliardar kroner.

Tre avdelingar i Noregs Bank Kapitalforvalting står for plasseringa av Petroleumsfondet sine midlar, ved at dei sjølve gjer investeringar og ved at dei vel eksterne forvaltarar til å gjere det. I tillegg til avdelingane for aksje- og renteforvalting er det også ei avdeling for allokering av midlar mellom aktivaklassar og marknader (taktisk aktivaallokering).

Tabell 2: Marknadsverdien av Petroleumsfondet sine aksje- og renteporteføljjer

	31.12.99	31.03.00	30.06.00	31.07.00	31.08.00	30.09.00 *
Aksjar	93 651	105 634	121 797	122 749	129 570	142 738
– ekstern indeksforvalting	67 276	63 633	74 430	79 888	84 426	83 952
– ekstern aktiv forvalting	22 728	27 179	30 411	34 716	36 468	34 733
– intern sektorforvalting	3 124	7 870	7 531	7 444	7 929	7 429
– interne future- og rebalanseringskonti**	523	6 952	9 425	702	747	16 625
Renteinstrument	128 757	158 520	182 786	180 033	182 361	207 963
– ekstern forvalting	-	9 438	18 299	15 492	15 577	15 464
– intern forvalting	128 757	149 082	164 487	164 541	166 784	192 499
Taktisk aktivaallokering				6 257	6 285	6 233
- ekstern forvalting				6 276	6 302	6 253
- intern forvalting				-19	-16	-20
Totalt	222 408	264 154	304 583	309 039	318 216	356 935

* Overføringa frå Finansdepartementet 29. september på 45 milliardar kroner er teken med.

** Den store auken 30 september kjem av at ein stor del av den overføringa frå Finansdepartementet som gjekk til aksjeporteføljen, førebels blei plassert i aksjefutures.

3.1. Aksjeforvalting

29. september blei 19 milliardar kroner førte over til aksjeporteføljen i Statens petroleumsfond, og marknadsverdien av aksjeporteføljen var etter det 142,7 milliardar kroner. Det meste blir forvalta av eksterne indeksforvaltarar, det vil seie at denne delen av porteføljen ligg svært nær den referanseporteføljen som er bestemt for fondet. Ved utgangen av september blei 54 prosent av aksjeporteføljen forvalta på denne måten.

For å halde transaksjonskostnadane nede gjer ein i den interne forvaltinga mykje bruk av aksjefuture-kontraktar. Ved slutten av kvartalet var marknadsverdien av future-kontraktane på 16 milliardar kroner. Det heng saman med at ein stor del av overføringa til fondet først blei plassert i future-kontraktar, medan ein venta på eit høve til å kjøpe fysiske aksjar på ein måte som gir låge transaksjonskostnadar. Midlane på interne futurekonti ved utgangen av september blei i hovudsak ført vidare til aktiv forvalting tidleg i oktober.

I tredje kvartal er den aktive forvaltinga trappa forsiktig opp, både i den interne porteføljen og i form av auka overføringar til aktive eksterne forvaltarar. Ein ny forvaltar, ABN Amro, fekk tilført midlar til eit europeisk mandat i juli. Ein har også trappa opp den interne indeksforvaltinga.

Aksjeforvaltinga har blitt styrka ved at ein i september opna eit kontor i London. I dag arbeider fire forvaltarar ved kontoret. Kontoret er ein base for oppfølging av eksterne forvaltarar og andre tenesteleverandørar, og for analyse av enkeltsselskap innan sektorane finansenester, telekommunikasjon og handelsverksemd. Analysene blir brukt i den interne forvaltinga i Noregs Bank, men all handel i den interne aksjeporteføljen blir framleis gjort frå Oslo.

3.2. Renteforvalting

29. september blei 26 milliardar kroner ført over til renteporteføljen i Petroleumsfondet, og marknadsverdien av renteporteføljen var etter det 208 milliardar kroner. 93 prosent av porteføljen blei ved utgangen av tredje kvartal forvalta internt i Noregs Bank, mens 7 prosent blei forvalta av eksterne forvaltarar. Ein del av den interne forvaltinga blir gjort frå Noregs Bank sitt kontor i New York.

Ein stor del av den interne renteporteføljen blir investert nært opp til referanseporteføljen, men ein driv også aktiv forvalting der ein dels prøver å tene på prisforskjellar mellom rentepapir med nokså like eigenskapar, og dels prøver å tene på at renteutviklinga i ulike marknadssegment er ulik. Tre eksterne renteforvaltarar arbeider innan dei same hovudstrategiane.

3.3. Taktisk aktivaallokering

Global taktisk aktivaallokering inneber at forvaltaren søkjer å oppnå meiravkastning ved å velje ei anna samansetning av porteføljen på aggregerte marknader enn det som følgjer av referanseporteføljen. Det vil seie at forvaltaren særleg ser på landval av

aksjar, landval av obligasjonar, val av aksjedel i porteføljen og val av valutasamansetning. Verksemda er under oppbygging, og porteføljen var ved utgangen av tredje kvartal på 6,2 milliardar kroner. Internt blir taktisk aktivaallokering gjort ved kjøp og sal innan eigne porteføljor av aksje- og rentefuture-kontraktar.

Frå og med tredje kvartal har også to eksterne forvaltarar mandat innan taktisk aktivaallokering. Ein av desse, Mellon Capital Management, fekk tilført midlar til forvalting 30. juni. Ein ny forvaltar, Bridgewater Associates Inc, fekk tilført midlar 15. august. Den samla eksponeringa for risiko i interen og ekstern taktisk aktivaallokering blir fulgt opp som ein del av risikostyringa av heile fondet.

4. Avkastning av fondet

Tabell 3 viser at Petroleumsfondet i tredje kvartal 2000 hadde ei avkastning på 0,3 prosent målt i forhold til referanseporteføljen si valutakorg. I august var avkastninga positiv, mens det var negativ avkastning i juli og september. Målt i norske kroner var totalavkastninga i tredje kvartal 2,4 prosent. Ei svakare norsk krone mot dei fleste av valutaslaga i referanseporteføljen aukar avkastninga i norske kroner, men verkar ikkje inn på den internasjonale kjøpekrafta til Petroleumsfondet.

Tabell 3: Avkastningstal i prosent for den faktiske porteføljen og referanseporteføljen i tredje kvartal 2000

	Målt i referanseporteføljen si valutakorg		Målt i norske kroner		
	Faktisk portefølje	Referanse-portefølje	Faktisk portefølje	Referanse-portefølje	Differanse*
Første kvartal	2,37	2,01	5,36	4,98	0,37
Andre kvartal	0,00	-0,10	0,16	0,06	0,09
Juli	-0,02	-0,02	1,46	1,46	0,00
August	1,93	1,87	2,97	2,92	0,05
September	-1,58	-1,56	-1,98	-1,96	-0,02
Tredje kvartal	0,30	0,27	2,41	2,38	0,03
Til no i år	2,68	2,18	8,06	7,55	0,52

* Differanseavkastninga er rekna som aritmetisk avvik, det vil seie i prosentpoeng.

Tabell 4 viser avkastninga av aksje- og renteporteføljene kvar for seg. Målt i forhold til fondet si valutakorg hadde renteporteføljen positiv avkastning i kvartalet, mens aksjeporteføljen hadde negativ avkastning. Dette er i samsvar med den generelle marknadsutviklinga gjennom kvartalet, sjå avsnitt 2.

Tabell 4 viser også avkastningstal målte i amerikanske dollar, som styrkte seg både mot valutakorga og mot den norske krona i tredje kvartal. Målt i dollar hadde fondet negativ avkastning med -3,6 prosent. Dersom vi heller måler mot euro eller mot ei valutakorg med importvekter, finn vi positiv avkastning med 4,7 prosent og 2,6 prosent i perioden.

Den faktiske porteføljen hadde i tredje kvartal ei meiravkastning på 0,03 prosentpoeng (det vil seie 3 basispunkt) i forhold til referanseporteføljen. Dette talet

er rekna som det aritmetiske avviket mellom avkastninga på den faktiske porteføljen og referanseporteføljen.

Meiravkastninga i tredje kvartal kom særleg av at dei interne forvaltarane og dei eksterne aksjeforvaltarane har nådd høgare avkastning enn det referanseporteføljane har gitt. Dei største bidraga kjem frå aktiv aksjeforvalting. Resultata der er i hovudsak nådde ved gode val av enkeltaksjar, og berre i mindre grad ved posisjonar med land- eller sektorrisiko. Eksterne forvaltarar med rente- eller allokeringsmandat hadde i gjennomsnitt mindreamkastning i tredje kvartal.

Tabell 4: Avkastninga i prosent for tredje kvartal 2000 målt i ulike referansevalutaar

	Aksje- porteføljen	Rente- porteføljen	Total- porteføljen
Referanseporteføljen si valutakorg	-1,00	1,25	0,30
Importvekta valutakorg	1,59	3,33	2,58
Amerikanske dollar	-4,50	-2,87	-3,58
Euro	3,73	5,50	4,74
Norske kroner	1,43	3,16	2,41

I tillegg til vanleg avkastning er inntekter frå ulike slag av verdipapirutlån tekne med i tala i tabell 3 og 4. Frå aksjeporteføljen blir utlån gjorde gjennom Chase Manhattan Bank, som er Petroleumsfondet sitt globale depot for aksjar. Frå obligasjonsporteføljane blir verdipapir lånte ut både internt og gjennom enkelte av dei eksterne depota for obligasjonar. Tabell 5 viser at inntektene frå denne typen verksemd i tredje kvartal utgjorde 0,8 basispunkt (det vil seie 0,008 prosentpoeng) av totalporteføljen. Samla har utlånsinntektene til no i år vore vel 90 millionar kroner.

Tabell 5: Inntekter frå utlån av verdipapir (basispunkt*, ikkje annualiserte tal)

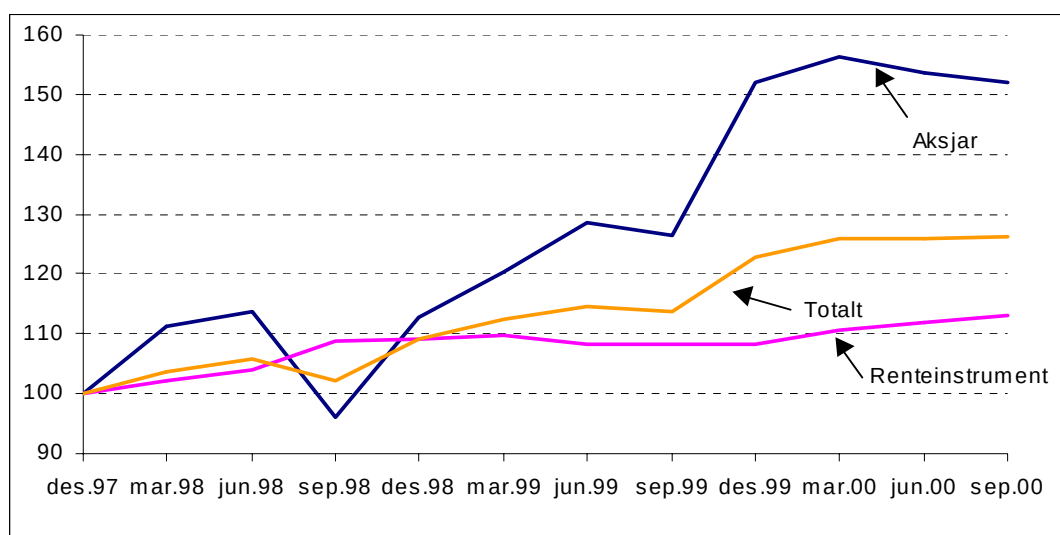
	1. kvartal	2. kvartal	3. kvartal	Hittil i år	
	Basispkt	Basispkt.	Basispkt.	Basispkt.	1000 NOK
Utlån av aksjar	0,51	1,06	0,30	1,87	51 191
Utlån av obligasjonar	0,54	0,51	0,47	1,51	39 580
Utlånsinntekter totalt	1,05	1,57	0,77	3,38	90 771

* Ein hundredel av eit prosentpoeng, rekna av marknadsverdien til heile fondet.

Nokre kostnader blir dekte direkte frå Petroleumsfondet sin portefølje og blir dermed rekna negativt inn i avkastningstala ovanfor, mens dei ikkje blir rekna med i referanseavkastninga. Dette gjeld til dømes meklarkostnader ved aksjehandel og omsetningsavgifter i enkelte aksjemarknader. Ei anna kjelde til negativ differanseavkastning er at det i nokre land blir betalt skatt på utbyte for Petroleumsfondet sine investeringar, mens den avkastninga som blir rekna på referanseporteføljen føreset ein skattestatus som ikkje gir skattebelasting. Slike kostnader vil til vanleg føre til at ein passivt forvalta portefølje får lågare avkastning enn referanseporteføljen. Ein viser til ein eigen temaartikkel i Petroleumsfondet sin årsrapport for 1999.

Figur 5 viser korleis avkastninga av investeringane har auka fondet sin verdi sidan dei nye retningslinjene med aksjar i porteføljen tok til å gjelde frå 1. januar 1998. I løpet av desse elleve kvartala har aksjeinvesteringane gitt ei akkumulert avkastning på 52 prosent, mens obligasjonsinvesteringane har gitt 13 prosent avkastning i forhold til fondet si valutakorg.

Figur 5: Indeks for den akkumulerte avkastninga til delporteføljane i Petroleumsfondet 1998-2000. Fondet si valutakorg 31. desember 1997=100



5. Risikoeksponering

Marknadsrisikoen i Petroleumsfondet blir overvaka både av dei avdelingane som er ansvarlege for investeringane og av ei avdeling med eit særskilt kontrollansvar. Ulike slag av modellverktøy blir nytta for å sjå risikoeksponeringa frå ulike sider. I denne rapporten blir marknadsrisikoen samanfatta i forventa relativ volatilitet (sjå ramma) målt i BARRA-modellen. Denne modellen inneheld anslag på volatiliteten i marknadene, ut frå ei samanvektning av historiske erfaringar. Ved kvart månadsskifte blir ein ny månad lagd til i datagrunnlaget, samtidig som eldre månader får mindre vekt. Det kan skape endringar i forventa relativ volatilitet utan at omfanget av aktiv forvaltning er endra. Innanfor kvar månad er grunnlaget for å rekne ut volatiliteten uendra, men referanseporteføljane som risikoen blir målt i forhold til kan bli endra. Sidan prisane på porteføljen berre blir kvalitetssikra ved kvart månadsskifte, er tala for relativ volatilitet innan kvar månad mindre pålitelege enn ved slutten av månaden.

Figur 6 viser nivået på forventa relativ volatilitet i totalporteføljen og i aksje- og renteporteføljane gjennom dei første tre kvartala i 2000. Det er klart høgare relativ risiko i aksjeporteføljen enn i renteporteføljen. Dette kjem både av større volatilitet i aksjemarknadene og av meir aktiv forvaltning av aksjeporteføljen.

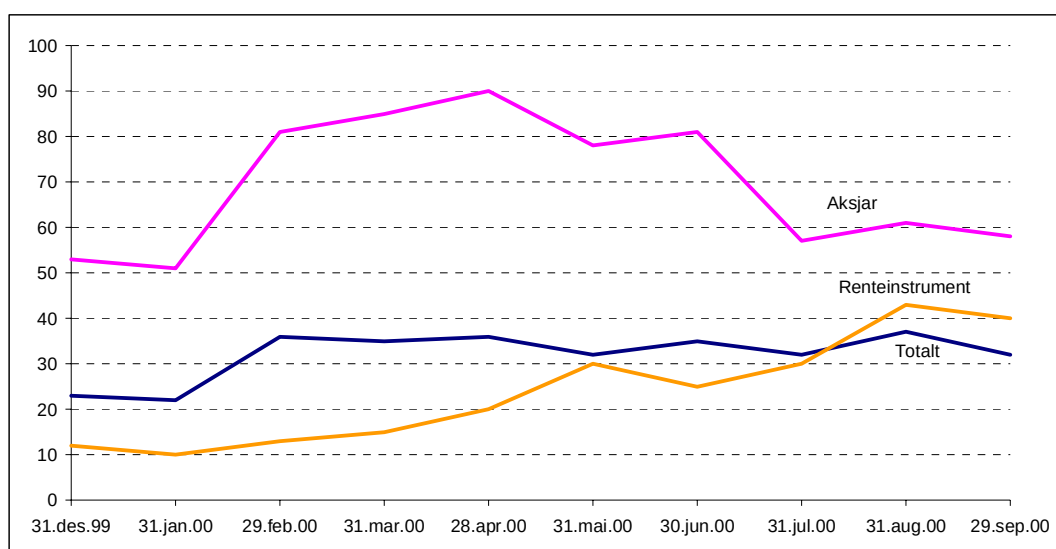
Nedgangen i relativ volatilitet for aksjeporteføljen i tredje kvartal kjem i hovudsak av at grunnlaget for utrekning av volatiliteten i aksjemarknadene blei endra etterkvart som datagrunnlaget blei oppdatert. Grunnen var ikkje mindre omfang av aktiv

forvalting. Forventa relativ volatilitet for aksjeporteføljen var ved utgangen av kvartalet på om lag 60 basispunkt.

For renteporteføljen har volatiliteten auka gjennom tredje kvartal, som ein følge av at dei eksterne forvaltarane tek fleire aktive posisjonar. Ved utgangen av kvartalet var forventa relativ volatilitet for renteporteføljen på om lag 40 basispunkt.

Når ein reknar relativ volatilitet for heile porteføljen, finn ein eit stabilt nivå mellom 30 og 40 basispunkt gjennom dei siste kvartala. Talet for heile porteføljen er eit vekta gjennomsnitt av tala for aksje- og renteporteføljen, men med frådrag for den risikospreiinga ein får av at det ikkje er perfekt korrelasjon mellom avkastninga frå dei to aktivaklassene. Risikospreiinga gjer at talet for heile porteføljen kan vere lågare enn tala for kvar av aktivaklassene.

Figur 6: Forventa relativ volatilitet ved månadsslutt dei tre første kvartala i 2000. Basispunkt (hundredelar av eit prosentpoeng)



Forventa relativ volatilitet

Finansdepartementet si grense for marknadsrisiko i forvaltinga av Petroleumsfondet nyttar risikomålet *forventa relativ volatilitet*. Målet er definert som forventa 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 forventa relativ volatilitet, vil den faktiske avkastninga med høgt sannsyn variere innanfor eit band rundt avkastninga på referanseporteføljen. Dess lågare ein set grensa for marknadsrisiko, dess smalare blir bandet. Forventa relativ volatilitet på 1,5 prosentpoeng 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 6: Obligasjonsporteføljen 30. september 2000 etter kredittvurdering (marknadsverdiar i millionar kroner, kontantar er ikkje medrekna)

Moody's			Standard & Poor's		
Karakter	Marknadsverdi	Prosentdel	Karakter	Marknadsverdi	Prosentdel
+++*	52 608	24,8	+++*	93 413	44,0
Inga rating**	127	0,1	Inga rating**	135	0,1
Aaa	71 204	33,6	AAA	98 265	46,3
Aa1	11 246	5,3	AA+	7 624	3,6
Aa2	51 104	24,1	AA	12 284	5,8
Aa3	25 882	12,2	AA-	449	0,2
Lågare	0	0,0	Lågare	0	0,0

* Karakteren +++ er gitt til stats- og statsgaranterte papir i eigen valuta utan rating.

** Klassen "inga rating" inneheld papir som verken har eksplisitt statsgaranti eller rating, men som etter Noregs Bank si vurdering har ein implisitt statsgaranti.

Tabell 6 viser samansetninga av obligasjonsporteføljen (renteporteføljen eksklusive kontantar) etter kredittvurderingane til Moody's og Standard & Poor's. Tabellen gjeld porteføljen slik den var før overføring av nye midlar frå Finansdepartementet. Klassen +++ inneheld statsobligasjonar i eigen valuta utan rating, det vil stort sett seie obligasjonar utferda av statar med så høgt kredittverde at dei ikkje treng rating for å kunne plassere gjelda si. På neste linje kjem dei obligasjonane som verken har eksplisitt statsgaranti eller rating frå nokon av dei to byråa. Dette er likevel i hovudsak papir som ein legg til grunn har ein form for implisitt statsgaranti. Vidare i tabellen kjem papir med kredittrating. Den beste klassen er vist øvst og dess lenger ned i tabellen ein går, dess dårlegare er ratinga. Alle papir har klart høgare rating enn den grensa som er sett for investeringar i Petroleumsfondet.

Det er store forskjellar frå siste kvartalet. Mest alle dei obligasjonane som ikkje hadde rating er ute av porteføljen, ved at dei anten er selde eller innløyste. Dei lange japanske statsobligasjonane i eigen valuta som hadde rating Aa1 hos Moody's i førre kvartal er no nedgraderte til Aa2. Det er forklaringa på den store auken obligasjonar i denne ratingklassen.

Tabell 7 gir ei oversikt over dei grensene for risikoeksponering som Finansdepartementet har gitt i forskrift og retningslinjer, og den tilpassinga som faktisk har blitt gjort i kvartalet. Tala speglar at forvaltinga har vore innanfor grensene.

Marknadsrisikoen er avgrensa både av grensa for forventet relativ volatilitet, av grensene for fordelinga på aktivaklassar og regionar og av ei spesiell grense for renterisiko. Finansdepartementet si forskrift seier at gjennomsnittleg modifisert durasjon i obligasjonsporteføljen skal liggje mellom 3 og 7. Modifisert durasjon er eit mål for kor følsam porteføljeverdien er for endringar i rentenivået, og fortel kor mange prosent verdien av porteføljen vil gå ned dersom rentene for alle løpetider stig med eitt prosentpoeng.

Tabell 7: Grensene for risikoeksponering i forskrifta og retningslinjene

Paragraf	Risiko	Grenser	Faktisk				
			31.03.00	30.06.00	31.07.00	31.08.00	30.09.00
§ 4	Marknadsrisiko	Maksimalt 1,5 prosent-poeng relativ volatilitet	0,31%	0,54%	0,32%	0,37%	0,32%
§ 5	Aktivafordeling	Renteinstrument 50-70%	60,01%	60,01%	60,28 %	59,28 %	60,01 %
		Aksjar 30-50%	39,99%	39,99%	39,72 %	40,72 %	39,99 %
§ 6	Valutafordeling	Europa 40-60%	49,88%	50,21%	50,66 %	49,83 %	50,00 %
		Amerika 20-40%	30,10%	30,03%	30,89 %	31,09 %	30,71 %
		Asia/Oceania 10-30%	20,02%	19,76%	18,45 %	19,08 %	19,29 %
§ 7	Renterisiko	Modifisert durasjon 3-7	5,34	5,30	5,29	5,20	5,53
§ 8	Kredittrisiko*	Maks 20% i bankinnskott	10,13%	13,50%	3,70%	6,53%	7,08%
§ 10	Maksimal eigardel	Maks 3% av eit selskap (frå 12.05.00)	0,53%	0,89%	0,79%	0,76%	0,85%

* I tillegg til vanlege bankinnskott er reinvesterte kontantar mottekne som sikring for utlån av verdipapir tekne med i tabellen.

6. Kostnader i forvaltinga

Tabell 8 gir ei oversikt over kostnader ved forvaltinga av Petroleumsfondet i dei tre første kvartala i 2000. Kostnadene er godtgjering til eksterne forvaltarar og depotinstitusjonar og Noregs Bank sine interne driftskostnader. Noregs Bank Kapitalforvalting forvaltar utanom Petroleumsfondet og Statens petroleumsforsikringsfond også den største delen av Noregs Bank sine valutareservar. Dei totale interne kostnadene blir fordelte på de tre fonda ved å nytte eit sett med internprisar. Dei interne kostnadene omfattar ikkje berre Noregs Bank Kapitalforvalting, men også alle støttefunksjonar i andre delar av banken. Omfanget av den siste typen kostnader er rekna etter dei retningslinjene som gjeld for forretningsdrift i Noregs Bank.

Omrekna til årsrate utgjer kostnadene i tabellen 0,202 prosent av den gjennomsnittlege aksjeporteføljen og 0,043 prosent av den gjennomsnittlege renteporteføljen. I kostnadene ved aksjeforvalting utgjer godtgjering som avheng av avkastning til eksterne aktive forvaltarar 59,8 millionar kroner, som svarer til ei årsrate på 0,075 prosent av aksjeporteføljen. Den høge summen kjem av at forvaltarane har nådd høg meiravkastning over dei fire siste kvartala, og har tent inn ein sum som er mykje høgare enn godtgjeringa. Dei låge kostnadene i renteforvaltinga kjem av at det først frå andre kvartalet har vore kostnader til eksterne renteforvaltarar.

Forvaltingsavtalen mellom Finansdepartementet og Noregs Bank fastset prinsippa for den godtgjeringa Noregs Bank skal ha for å forvalte Petroleumsfondet. Utgangspunktet er at godtgjeringa skal dekkje dei kostnadene banken har. For 2000 utgjer godtgjeringssatsane 0,148 prosent av den gjennomsnittlege aksjeverdien i referanseporteføljen og 0,046 prosent av den gjennomsnittlege renteverdien i referanseporteføljen. Dette svarer til ei gjennomsnittleg godtgjering på 0,087 prosent av Petroleumsfondet sin marknadsverdi gjennom året. Utanom denne godtgjeringa skal Finansdepartement også betale den godtgjeringa til eksterne forvaltarar som følgjer av oppnådd meiravkastning. Avtalar om godtgjering som avheng av

meiravkastning er gjorde med dei aller fleste eksterne aktive forvaltarane og er kvar gong godkjend av Finansdepartementet.

Utanom forvaltargodtgjering som avheng av meiravkastning, er kostnadene i aksje- og renteforvaltinga på 0,128 og 0,043 prosent, rekna som årsrate av den gjennomsnittlege porteføljen i dei tre første kvartala. For heile porteføljen er forvaltingskostnadene utanom avkastningsavhengig forvaltargodtgjering på 0,077 prosent av den gjennomsnittlege marknadsverdien.

Tabell 8: Forvaltingskostnader i dei tre første kvartala i 2000 (1000 kroner)

Godtgjering til eksterne aksjeforvaltarar	105 686
- av dette godtgjering avhengig av avkastning	59 842
Godtgjering til aksjededot og oppgjer	17 477
Interne kostnader i aksjeforvaltinga	39 345
Sum aksjeforvalting	162 508
Godtgjering til eksterne renteforvaltarar og rentedepot	16 289
Interne kostnader i renteforvalting	33 891
Sum renteforvalting	50 180
Sum forvaltingskostnader	212 688

7. Rekneskapsrapportering

Tabell 9 viser fordelinga på ulike instrument i porteføljen slik den er vist i Noregs Bank sin rekneskap ved utløpet av dei fire siste kvartala. Tabell 10 viser bokført avkastning i dei tre kvartala i 2000. I tredje kvartal var avkastninga 7,2 milliardar kroner etter at forvaltingshonoraret til Noregs Bank var trekt ifrå. Samla for dei tre første kvartala i 2000 var den bokførte avkastninga 19,4 milliardar kroner.

Rekneskapstala byggjer på handlerette posisjonar (utanom kontantar). Tala er marknadsverdiar utrekna med kvalitetssikra prisar. Verdien av Petroleumsfondet sin portefølje i rekneskapen avvik likevel frå marknadsverdien i tabell 2 ovanfor fordi forvaltingsgodtgjeringa ikkje er trekt frå der, og fordi nokre instrument er verdsette på ein annan måte, jf vedlegget om metodegrunnlag for avkastningsutrekningane. Av same grunn er det små avvik i avkastningstala. Ein arbeider med å eliminere slike forskjellar.

Tabell 9: Petroleumsfondet sin portefølje fordelt på instrument (1000 kroner)

Instrument	31.12.99	31.03.00	30.06.00	30.09.00
Innskott i utlandet	16 843 299	10 216 569	22 331 355	13 847 182
Utanlandske statskassevekslar	610 848	2 899 214	3 381 219	446 881
Utanlandske ihendehavarobligasjonar	125 705 270	156 805 325	177 668 907	208 783 942
Aksjar i utlandet	93 115 188	97 816 170	111 944 249	126 228 960
Kortsiktige fordringar, utanlandske aksjar/obligasjonar/statskassevekslar	-13 817	-249 713	-10 811 501	15 979 337
Utlån i utlandet (buy-sell backs)	5 999 573	15 884 673	24 704 917	41 362 519
Utlån i utlandet (triparty agreements)	16 289 382	20 633 917	18 019 082	24 527 493
Opptente, ikkje forfalne renter	3 127 588	3 106 215	3 351 552	3 880 232
Opptent aksjeutbyte inkl. kjeldesatt	87 557	203 670	106 483	205 151
Reguleringar av terminkontraktar	-1 656	-2 787	-26 639	-31 983
Innlån utanlandske bankar	-39 330 224	-43 001 478	-46 036 752	-78 186 401
Påløpte ikkje forfalne renter	-	19 740	-25 980	-110 216
Fordring på Noregs Bank	6 244	6 244	6 244	
Portefølje før forvaltingsgodtgjering	222 439 252	264 337 759	304 613 136	356 933 097
Påløpt, ikkje betalt forvaltingsgodtgjering	-161 570	-212 694	-111 875	-238 715
Total verdi av porteføljen i rekneskapen	222 277 682	264 125 065	304 501 261	356 694 382

Tabell 10: Bokført avkastning av Petroleumsfondet sin portefølje (1000 kroner)

	31.03.00	30.06.00	30.09.00
Rentelement	1 892 312	4 211 425	6 784 066
Utbyte	310 074	862 442	1 247 786
Valutakursregulering	5 842 298	6 437 912	12 173 320
Ikkje realisert verdipapirtap/vinst	1 373 115	-1 082 664	-2 669 982
Realisert verdipapirtap/vinst	2 501 631	2 083 473	2 338 275
Kurtasje	-1 418	-3 155	-10 792
Resultat terminhandel valuta	-315	-760	-1 375
Vinst/tap futures	-19 188	-173 218	-205 884
Bokført avkastning på plasseringar	11 898 509	12 335 455	19 655 414
Påløpt forvaltingsgodtgjering	-51 125	-111 875	-238 715
Netto opptent bokført avkastning	11 847 384	12 223 580	19 416 699

Ved utgangen av september var det kjøpt børsnoterte future-kontraktar med ein samla marknadsverdi på 53 075,8 millionar kroner, og selt børsnoterte future-kontraktar med ein samla marknadsverdi på 45 073,5 millionar kroner. Det var kjøpt og selt valuta på termin med ein samla verdi på 19 999,1 millionar kroner. Det var inngått rentebytteavtalar med ein samla verdi på 3 181,9 millionar kroner.

VEDLEGG:

METODEGRUNNLAGET FOR AVKASTNINGSUTREKNINGANE¹

Avkastninga blir rekna etter marknadsverdiprinsippet, det vil seie at porteføljane blir verdsette til dei aktuelle marknadsprisane ved starten og slutten av utrekningsperioden. I avkastningsutrekningane er rentekostnader/-inntekter, aksjeutbyte, og endringar i volum og verdipapirprisar tekne med og periodiserte. Handledato 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.

For ein portefølje der det skjer inn- og utbetalingar, er det best å nytte tidsvekta metode i avkastningsutrekningane. Metoden krev at ein reknar ut marknadsverdien av porteføljen på kvart tidspunkt med inn-/utbetaling og finn avkastninga som endringa i marknadsverdien frå det eine tidspunktet til det andre. Slik finn ein på kvart tidspunkt ein indeks for marknadsverdien i forhold til førre kontantstraumtidspunkt. Ved å multiplisere desse indekstala for dei enkelte delperiodane kan ein rekne ut avkastninga for heile perioden. Kontantstraumselementa vil med dette berre gi avkastning frå og med tidspunktet for inn-/utbetaling¹.

Noregs Bank har til no kvalitetssikra marknadsverdiar berre ved månadsslutt², og ein reknar derfor ikkje tidsvekta avkastning innanfor kvar månad. I staden nyttar ein pengevekta metode (modifisert Dietz metode) der den prosentvise månadlege avkastninga blir utrekna ved å fordele dei enkelte kontantstraumane på inngangs- og utgangsverdiane. Avkastninga finn ein ved å dividere den justerte utgangsverdien på den justerte inngangsverdien³.

Modifisert Dietz metode kan ein beskrive ved følgjande formel:

$$R_M = \left[\left(\frac{MV_E - \frac{\sum_i i \cdot K_i}{T}}{MV_B + \frac{\sum_i (T-i) \cdot K_i}{T}} \right) - 1 \right] \cdot 100$$

der

R_M	= Pengevekta avkastning i perioden
MV_B	= Inngangsverdi
MV_E	= Utgangsverdi
T	= Tal dagar i perioden
i	= Dagnummer i perioden
K_i	= Kontantstraum på dag nr. i

¹ Ei meir detaljert framstilling av avkastningsutrekningane finn ein i "Forvalting av Statens petroleumsfond Årsrapport 1999 – Temaartikkel 2".

² Ein reknar også ut daglege marknadsverdiar, men dette er til no ikkje på kvalitetssikra data. Ein arbeider med å betre kvaliteten på desse dataene.

³ Tilførsalar til Statens petroleumsfond skjer berre ved kvartalsslutt. Det skjer heller ikkje tilførsalar/uttrekk frå aksje- og renteporteføljen innanfor kvar månad. Det tyder at for totalfondet, renteporteføljen og aksjeporteføljen vil dei to metodane (modifisert Dietz metode og tidsvekta metode) gi det same resultatet for den månadsavkastninga ein reknar ut. Det er berre ved utrekning av avkastning for delporteføljor (valutaporteføljor og enkeltmandat) at ein vil kunne få ulike resultat i utrekningane avhengig av kva for ein metode ein nyttar.

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 og fordele dei totale kontantstraumane i norske kroner, slik det er forklart i formelen. WM/Reuters valutakursar⁴ blir nytta ved omrekning frå lokal valuta til norske kroner.

Kroneavkastninga til referanseporteføljen blir rekna som differansen mellom avkastninga i norske kroner og lokal valuta, målt i referanseporteføljen sin 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 kjeldesatt. I rekneskapen blir det også gjort avsetningar for å dekkje godtgjerings frå Finansdepartementet til Noregs Bank.

Referanseporteføljen

Referanseporteføljen er samansett av ein aksjereferanse og ein obligasjonsreferanse, som kvar byggjer på internasjonalt anerkjende marknadsindeksar. Ved inngangen til kvart kvartal skal aktivafordelinga vere 60 prosent i obligasjonar og 40 prosent i aksjar. Innanfor kvartalet flyt fordelinga mellom dei to aktivaklassane avhengig av marknadsutviklinga.

Aksjereferansen

Aksjereferanseporteføljen byggjer på marknadsindeksen FTSE World Index. Den er fordelt på Europa, Nord-Amerika og Asia/Oceania. Ved starten av kvart kvartal skal fordelinga mellom regionane vere 50 prosent i Europa, 30 prosent i Nord-Amerika og 20 prosent i Asia/Oceania. Aksjeinvesteringane innan kvar region blir fordelte på godkjende land⁵ etter marknadsverdiar målte ved FTSE-indeksane. Innanfor kvartalet blir både land- og regionvektene endra avhengig av marknadsutviklinga. Prinsippa for samansetninga av FTSE-indeksane er gjorde greie for i "Ground Rules for the Construction and Maintenance of the FTSE World Index Series, Version 3.1 March 2000".

⁴ WM/Reuter Closing Spot Rates, blir fastsett klokka 16:00 London tid.

⁵ Jf. Forskrift for forvaltinga av Statens petroleumsfond av 3. oktober 1997, §6.

Obligasjonsreferansen

Obligasjonsreferanseporteføljen tek utgangspunkt i Salomon Smith Barneys World Government Bond Indexes (WGBI). Den er fordelt på Europa, Nord-Amerika og Asia/Oceania. Ved starten av kvart kvartal skal fordelinga mellom regionane vere 50 prosent i Europa, 30 prosent i Nord-Amerika og 20 prosent i Asia/Oceania. Innanfor kvar region blir landvektene fordelte etter IMF's BNP-vekter og IMF's gjennomsnittskursar for det året som BNP-tala gjeld for. Innanfor kvartalet flyt land- og regionvektene avhengig av marknadsutviklinga. Prinsippa for samansetninga av denne indeksen finn ein i "Salomon Smith Barney Global Index Catalog, February 1999".