

Forvaltning av Statens petroleumsfond

Rapport for andre kvartal 2000

Sammendrag

I andre kvartal 2000 var avkastningen på Statens petroleumsfond null prosent, målt i den valutakurven som svarer til sammensetningen av Petroleumsfondets referanseportefølje. Målt i norske kroner var avkastningen 0,16 prosent. Forskjellen mellom de to avkastningstallene skyldes at den norske kronen i løpet av kvartalet ble mindre verdt i forhold til valutakurven. Det er imidlertid avkastningen målt i valutakurven som gir best uttrykk for utviklingen i fondets internasjonale kjøpekraft. Det er derfor mest relevant å bruke dette avkastningstallet.

Avkastningen på aksjeporteføljen var –1,74 prosent målt i referanseporteføljens valutakurv. Resultatet avspeiler kursnedgang i både Europa, USA og Japan over perioden sett under ett. Som i forrige kvartal har det vært store kurssvingninger og betydelige forskjeller mellom ulike sektorer. Renteporteføljen hadde en avkastning på 1,17 prosent målt i valutakurven. Her var det store forskjeller mellom hovedmarkedene, med klart høyest avkastning i USA.

I andre kvartal 2000 var Petroleumsfondets avkastning 0,09 prosentpoeng høyere enn avkastningen på den referanseporteføljen som Finansdepartementet har definert. Meravkastningen kan tilskrives gode resultater i både den interne og eksterne forvaltningen.

For første halvår under ett var avkastningen 2,38 prosent målt i Petroleumsfondets valutakurv, og 5,52 prosent målt i norske kroner. Meravkastningen i forhold til referanseporteføljen var i første halvår 0,47 prosentpoeng.

Petroleumsfondets internasjonale aksje- og obligasjonsporteføljer ble tilført 40 milliarder kroner den 30. juni 2000. Markedsverdien av fondets samlede verdipapirportefølje var etter dette 304,6 milliarder kroner.

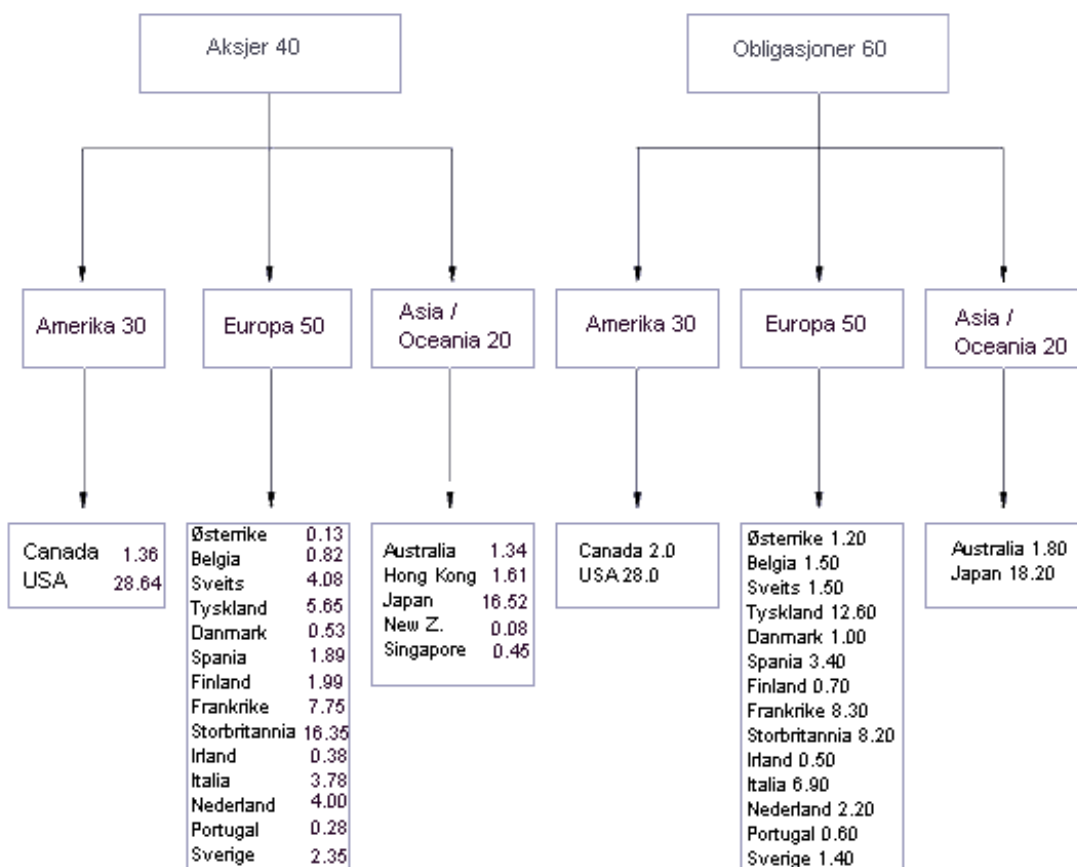
1. Mandat

Norges Bank forvalter Petroleumsfondet i samsvar med forskrift fastsatt av Finansdepartementet 3. oktober 1997, siste gang endret 12. mai 2000. Da ble grensen for maksimal eierandel i ett enkelt selskap hevet til 3 prosent, regnet både av samlet aksjekapital og av den aksjekapital som gir stemmerett på generalforsamlingen. Begrensningen gjelder for summen av den ordinære porteføljen og Miljøfondet. Miljøfondet vil imidlertid ikke bli tilført midler før ved utgangen av inneværende år, jf Revidert nasjonalbudsjett 2000.

I samsvar med forskriften har Finansdepartementet definert en referanseportefølje for Petroleumsfondet. Referanseporteføljen er satt sammen av bestemte obligasjonsindekser i 18 av landene og av bestemte aksjeindekser i 21 av landene. Hong Kong, Singapore og New Zealand inngår ikke i referanseporteføljen for obligasjoner. Sju land, som ble tatt med i det tillatte investeringsuniverset for aksjer fra 1. januar, inngår foreløpig ikke i referanseporteføljen. Norges Bank vil gi råd om inkludering av disse landene i referanseporteføljen når banken er klar til å utvide forvaltningen tilsvarende. Dette vil trolig skje innen utgangen av året.

Aksjer utgjør 40 prosent av referanseporteføljen, mens obligasjoner utgjør 60 prosent. Verdipapirer notert i Europa utgjør 50 prosent, i Amerika 30 prosent og i Asia/Oceania 20 prosent. Referanseporteføljen er utgangspunktet for risikostyringen av Petroleumsfondet og grunnlaget for resultatmåling av Norges Banks forvaltning.

Figur 1: Referanseportefølje pr. 30. juni 2000



Finansdepartementet har satt en grense for Petroleumsfondets markedsrisiko, der markedsrisiko forstås som avvik fra referanseporteføljen. Faktisk portefølje skal aldri avvike så mye fra referanseporteføljen at forventet relativ volatilitet, målt på årsbasis ved hjelp av risikostyringssystemet BARRA, blir høyere enn 1,5 prosentpoeng. Begrepet relativ volatilitet er nærmere forklart i avsnitt 5.

2. Markedsutviklingen

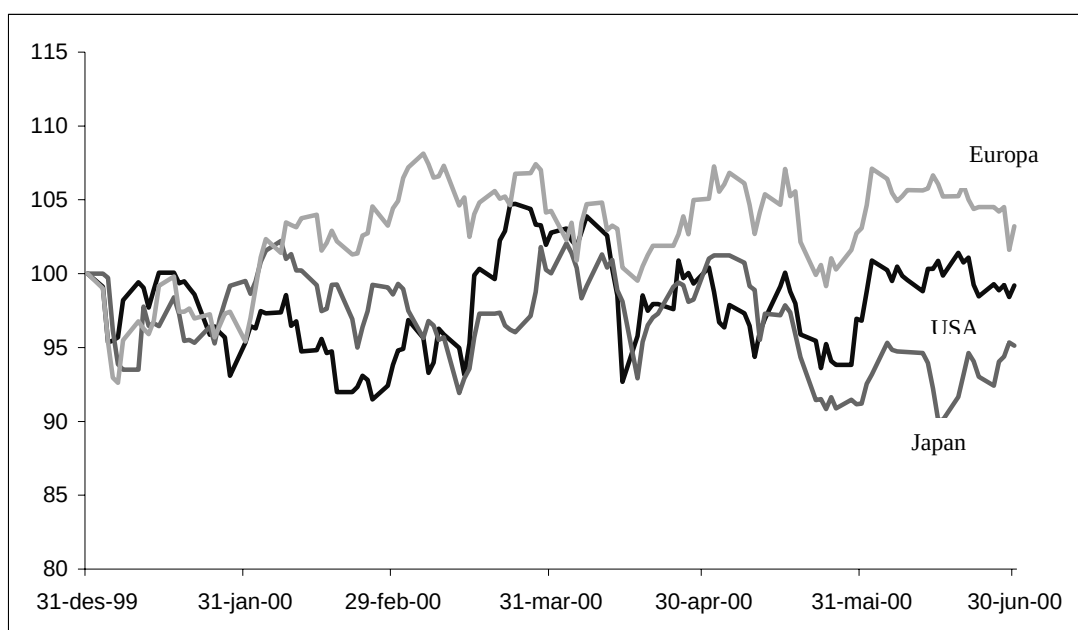
2.1. Aksjemarkedene

Aksjemarkedene var i andre kvartal fortsatt preget av turbulensen rundt 'new economy' selskaper innen teknologi, telekommunikasjoner og media. I løpet av kvartalet nådde Nasdaq-børsen i USA, hvor mange av disse bedriftene er notert, en ny årsbunn med en nedgang på 37 prosent fra toppen i slutten av mars. Indekstallet var likevel fortsatt 25 prosent høyere enn på samme tid i fjor.

Mange av selskapene i disse sektorene har lovende, men uprøvde teknologier. Det betyr at inntektene vil være svært usikre. Det har vært sterke forventninger om at framtidige inntekter skal bli høye. Endringer i disse forventningene og svingninger i investorenes ønsker om å ta på seg denne type risiko kan komme brått. Det fører til større svingninger i aksjekursene for slike selskaper enn for tradisjonelle selskaper med lengre historikk, velprøvde forretningsideer og sikrere anslag for framtidig inntjening.

Selv når mange enkeltsektorer svinger mye, vil utslagene på totalindeksene som regel være betydelig mindre enn for de enkelte sektorer. Kursutslagene for enkeltsektorer skyldes ofte at investorer flytter midler ut av noen selskaper og inn i andre, men stort sett forblir i aksjemarkedet. Av figur 2 ser vi da også at FTSE-indeksen (tidligere Financial Times/Standard&Poor's) for USA var forholdsvis stabil gjennom kvartalet. Målt med FTSE-indeksen sank kursene i USA med 3,5 prosent i løpet av kvartalet, målt i lokal valuta.

Figur 2: Verdiutviklingen på FTSE aksjeindekser i første halvår 2000



I Europa var kursutviklingen mindre dramatisk. Også her er innslaget av 'new economy' selskaper på børsene økende, blant annet med stadig økende markedsvekt for telekommunikasjonsselskaper. For denne sektoren var det et markert kursfall i løpet av kvartalet. Kursfallet kan blant annet tilskrives frykt for at utbyggingen av nye mobilsystemer, inklusive lisenskostnader til myndighetene, blir mer kostbar enn tidligere antatt. Det har dessuten vært en rekke nyemisjoner av aksjer i telekommunikasjonsselskaper. For andre sektorer, som for eksempel farmasi, var det kursstigning på de europeiske børsene. Målt ved FTSE-indeksen for Europa var det for markedet totalt en nedgang på 1,0 prosent.

I Japan var kvartalet preget av klart fallende kurser for blant annet banker og telekommunikasjonsselskaper. Det var også færre lyspunkter i andre sektorer enn i USA og Europa, selv om kursene for en del industriselskaper viste stigning gjennom kvartalet. Alt i alt var kursnedgangen i det japanske markedet målt ved FTSE-indeksen på 4,9 prosent for kvartalet når vi måler i lokal valuta.

Tabell 1: Avkastning på Petroleumsfondets referanseportefølje for aksjer i andre kvartal 2000, fordelt på hovedsektorer (prosent, målt i lokal valuta)*

Råvarebasert industri	-4,61
Konjunkturfølsomme varer	-6,86
Konjunkturfølsomme tjenester	-3,64
Finansielle tjenester	1,50
Teknologibasert industri	-0,80
Informasjonsteknologi	-6,35
Ikke-konjunkturfølsomme varer	13,35
Ikke-konjunkturfølsomme tjenester	-16,55
Energi- og vannforsyning	8,04
Ressurser	6,42
Totalt	-1,89

Kilde: Datastream

* FTSE verdensindeks med Petroleumsfondets regionvekter ved inngangen til andre kvartal.

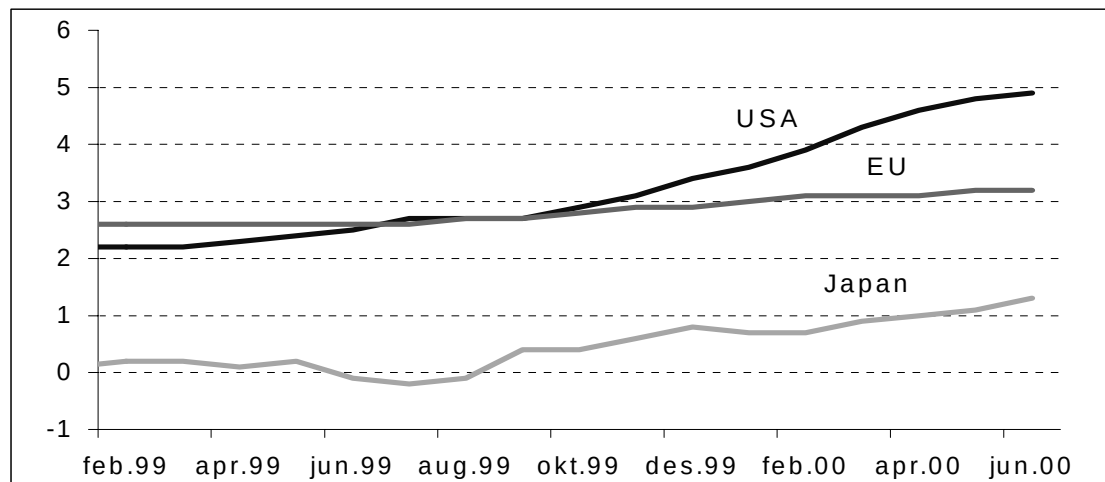
Tabell 1 viser avkastningen på Petroleumsfondets referanseportefølje for aksjer i andre kvartal fordelt på hovedsektorene. Det var store forskjeller mellom ulike sektorer. På verdensbasis var avkastningen klart høyest for ikke-konjunkturfølsomme varer, det vil si produksjon av næringsmidler, helsetjenester og tobakk, mens flertallet av de øvrige sektorer hadde negativ avkastning. Størst negativ avkastning var det for ikke-konjunkturfølsomme tjenester, som omfatter teletjenester og detaljhandel av dagligvarer.

2.2. Rentemarkedene

Vekstutsiktene for verdensøkonomien var sjeldent gode ved utgangen av andre kvartal. I alle de tre hovedregionene i Petroleumsfondets investeringsunivers ble vekstanslagene for inneværende år justert opp, om enn mindre enn i første kvartal, se figur 3. Også anslag på prisstigningen for inneværende år steg noe i andre kvartal. Det var noe av bakgrunnen for beslutningene om å heve signalrentene i flere av de viktigste sentralbankene.

Den amerikanske sentralbanken Federal Reserve satte måltallet for renten på Fed Funds (markedet for lån med en dags løpetid) opp med et halvt prosentpoeng til 6,5 prosent i midten av mai. På sitt møte mot slutten av juni holdt den derimot renten uendret, men advarte samtidig om at det er størst sannsynlighet for at neste renteendring også vil være en økning. Rentene på amerikanske statspapirer med lenger løpetid svingte til tider mye i andre kvartal, men ved utgangen av kvartalet var rentene om lag uendret fra begynnelsen av kvartalet.

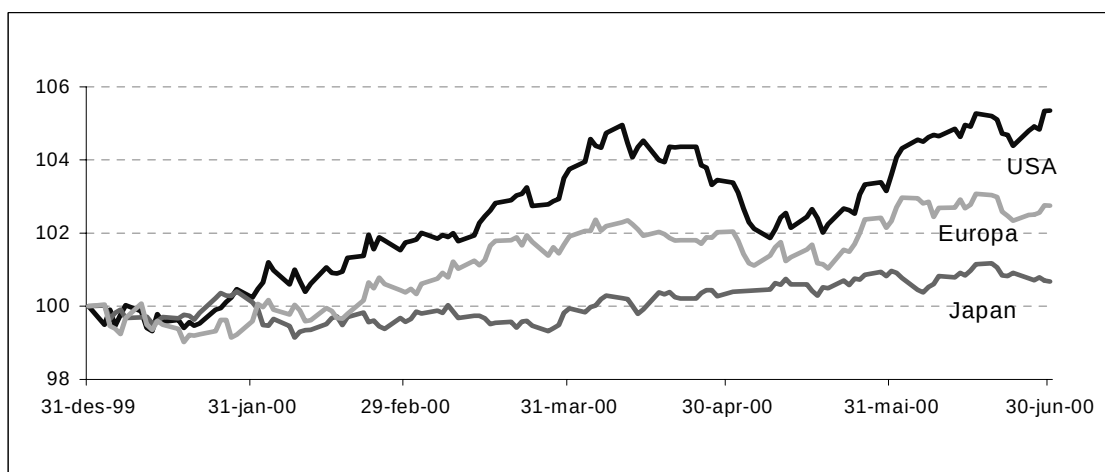
Figur 3: Anslag på BNP-veksten for 2000. Forventninger i prosent på ulike tidspunkter



Kilde: Consensus Forecasts Inc.

Den europeiske sentralbanken hevet sin signalrente, renten ved primære markedsoperasjoner, to ganger i løpet av andre kvartal med tilsammen 0,75 prosentpoeng til 4,25 prosent. Økningen må sees i sammenheng med at det er en konjunkturoppgang på vei i Europa. Renten på tyske statsobligasjoner med løpetid på om lag ti år var imidlertid om lag uendret gjennom kvartalet.

Figur 4: Verdiutviklingen på Salomon Smith Barney's statsobligasjonsindekser i første halvår 2000



I Storbritannia var det ingen endringer i styringsrentene til Bank of England i andre kvartal. Markedsrentene på statspapirer var også om lag uendret gjennom kvartalet.

I Japan ble det ikke foretatt formelle rentehevinger fra sentralbankens side. Men etter sterk vekst i BNP i første kvartal og signaler fra sentralbanken om at nullrente-politikken burde justeres, steg de korte rentene i løpet av perioden. Også her var rentene på lån med lenger løpetid mer stabile. Lange renter var marginalt lavere ved utgangen av andre kvartal enn ved starten av kvartalet.

Figur 4 viser at obligasjonsmarkedene i alle de tre regioner hvor Petroleumsfondet investerer ga positiv avkastning i andre kvartal. Blant hovedmarkedene var periodeavkastningen høyest i Storbritannia med 1,9 prosent. Målt ved verdensindeksen til Salomon Smith Barney var avkastningen 1,0 prosent, som er litt lavere enn i første kvartal.

3. Gjennomføring av forvaltningen

Markedsverdien av Petroleumsfondets valutaportefølje var ved utgangen av første kvartal på 264,2 milliarder kroner. Finansdepartementet overførte 30. juni 40 milliarder kroner til fondets kronekonto, og Norges Bank investerte et tilsvarende beløp i Petroleumsfondets portefølje av internasjonale verdipapirer ved å overføre midler fra en særskilt portefølje i valutareserve. Ved utgangen av andre kvartal var markedsverdien av fondets samlede verdipapirportefølje 304,6 milliarder kroner.

Tre avdelinger i Norges Bank Kapitalforvaltning står for investeringen av Petroleumsfondets midler, enten ved at de selv foretar investeringene eller ved at de velger eksterne forvaltere til å gjøre det. I tillegg til avdelinger for aksje- og renteforvaltning er det også en avdeling for allokering av midlene mellom aktivaklasser og markeder.

Tabell 2: Markedsverdien av Petroleumsfondets aksje- og renteportefølje (millioner NOK)

	31.12.99	31.03.00	30.04.00	31.05.00	30.06.00*
Aksjer	93 651	105 634	107 135	104 767	121 797
– ekstern indeksforvaltning	67 276	63 633	67 113	66 037	74 430
– ekstern aktiv forvaltning	22 728	27 179	28 059	30 327	30 411
– intern sektorforvaltning	3 124	7 870	7 900	7 580	7 531
– interne future- og rebalanseringskonti**	523	6 952	4 063	823	9 425
Renteinstrumenter	128 757	158 520	162 811	164 215	182 786
– ekstern forvaltning	-	9 438	9 656	9 787	18 299
– intern forvaltning	128 757	149 082	153 155	154 428	164 487
Totalt	222 408	264 154	269 946	268 892	304 583

* Overføring fra Finansdepartementet 30. juni 2000 på NOK 40 milliarder er inkludert.

** Den store økningen pr. 30 juni skyldes at en stor del av den overføringen fra Finansdepartementet som gikk til aksjeporteføljen, ble plassert midlertidig i aksjefutures.

3.1. Aksjeforvaltning

Den 30. juni ble 18,1 milliarder kroner overført til aksjeporteføljen i Statens petroleumsfond, og markedsverdien av aksjeporteføljen var etter det 121,8 milliarder kroner. Det meste forvaltes av eksterne indeksforvaltere, det vil si at denne forvaltningen ligger svært nær den referanseporteføljen som gjelder for fondet. Ved utgangen av kvartalet ble 61 prosent av aksjeporteføljen forvaltet på denne måten.

I andre kvartal er det tildelt ytterligere to mandater for aktiv aksjeforvaltning. Scudder Kemper Investments har fått et mandat for Japan, mens ABN Amro Asset Management har fått et europeisk mandat. Samlet var 25 prosent av aksjeporteføljen plassert i eksterne aktive mandater ved utgangen av kvartalet.

Volumet i intern forvaltning av aksjer har vært stabilt, og var ved utgangen av kvartalet på 7,5 milliarder kroner. Man har valgt å konsentrere ressursene om å etablere kompetanse på aksjevalg innenfor enkelte utvalgte sektorer. Disse sektorene er "Finans", "Informasjonsteknologi/telekommunikasjon" og "Konjunkturfølsomme tjenester". Sektorene er valgt både fordi de er store markeder og fordi det er store strukturelle endringer i sektorene som kan åpne muligheter for å oppnå meravkastning ved aktiv forvaltning. Risikoen i den interne forvaltningen, målt ved relativ volatilitet, har vært holdt på et begrenset nivå ved at posisjoner er blitt tatt ved å endre vektene mellom selskaper innenfor hver enkelt sektor.

3.2. Renteforvaltning

Den 30. juni ble 21,9 milliarder kroner overført til renteporteføljen i Petroleumsfondet, og markedsverdien av renteporteføljen var etter det 182,8 milliarder kroner. 90 prosent av porteføljen ble ved utgangen av andre kvartal forvaltet internt i Norges Bank, mens 10 prosent ble forvaltet av eksterne forvaltere. Disse fikk tilført til sammen 9,4 milliarder kroner 31. mars, og ytterligere midler ble tilført gjennom kvartalet.

Renteporteføljen er i all hovedsak investert i statsobligasjoner som inngår i referanseporteføljen. En mindre del av renteporteføljen er investert i papirer med en viss kredittrisiko. Dette er likevel papirer som har statsgaranti eller som er utstedt av internasjonale organisasjoner med meget høy kredittverdighet. I andre kvartal var valuta- og renteeksponeringen innrettet slik at det var små avvik fra risikoprofilen i normporteføljen. Aktiv forvaltning ble likevel drevet i et visst omfang.

3.3. Taktisk aktivaallokering

Global taktisk aktivaallokering innebærer at forvalteren søker å oppnå meravkastning ved å velge en annen eksponering overfor aggregerte markeder enn det som følger av referanseporteføljen. Det betyr at forvalteren særlig ser på landvalg aksjer, landvalg obligasjoner, valg av aksjeandel og valg av valutaeksponering. Aktiviteten er under oppbygging, og det ble i andre kvartal bare tatt mindre posisjoner.

Taktisk aktivaallokering har hittil vært drevet internt, men fra 30. juni er en ekstern forvalter, Mellon Capital Management, blitt tilført midler til forvaltning. Det tas sikte på å tilføre midler til ytterligere en eller to eksterne forvaltere med mandater til taktisk aktivaallokering i tredje kvartal.

4. Avkastning av fondet

Tabell 3 viser at Petroleumsfondet i andre kvartal 2000 hadde en periodeavkastning på null prosent målt i forhold til referanseporteføljens valutakurv. I april og mai var avkastningen negativ, mens det var positiv avkastning i juni. Målt i norske kroner var totalavkastningen i andre kvartal 0,16 prosent. Det høyere tallet skyldes at kronen i løpet av kvartalet svekket seg mot de fleste av valutaslagene i referanseporteføljen, slik at fondets valutakurv ble mer verdt i forhold til kronen. Dette har ingen betydning for fondets internasjonale kjøpekraft.

Tabell 4 viser avkastningen av aksje- og renteporteføljene hver for seg. Målt i forhold til fondets valutakurv hadde renteporteføljen positiv avkastning i kvartalet, mens aksjeporteføljen hadde negativ avkastning. Dette gjenspeiler den generelle markedsutviklingen gjennom kvartalet, se avsnitt 2.

Tabell 3: Avkastningstall i prosent. Faktisk portefølje og referanseportefølje for andre kvartal 2000

	Målt i referanseporteføljens valutakurv		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
April	-0,62	-0,57	2,19	2,24	-0,05
Mai	-0,61	-0,63	-0,36	-0,37	0,01
Juni	1,25	1,11	-1,64	-1,77	0,13
Andre kvartal	0,00	-0,10	0,16	0,06	0,09
Hittil i år	2,38	1,91	5,52	5,05	0,47

* Differanseavkastningen er beregnet som aritmetisk avvik, det vil si i prosentpoeng.

Tabell 4 viser også avkastningstall målt i amerikanske dollar og euro, som begge styrket seg både mot valutakurven og mot den norske kronen i andre kvartal. Målt i dollar var fondets avkastning negativ med -1,12 prosent og i euro -1,29 prosent. Dersom vi i stedet måler mot en valutakurv basert på importvekter, finner vi en positiv periodeavkastning på 0,04 prosent.

Den faktiske porteføljen hadde i andre kvartal en meravkastning på 0,09 prosentpoeng (det vil si 9 basispunkter) i forhold til referanseporteføljen. Dette tallet er regnet som det aritmetiske avviket mellom avkastningen på den faktiske porteføljen og referanseporteføljen. I tidligere kvartalsrapporter er det i stedet presentert tall for geometriske avvik. Aritmetiske avvik er imidlertid enklere å forstå og bedre i samsvar med det som er vanlig praksis hos andre forvaltere.

Tabell 4: Avkastningen i prosent for andre kvartal 2000 målt mot ulike referansevalutaer

	Aksje- porteføljen	Rente- porteføljen	Total- porteføljen
Referanseporteføljens valutakurv	-1,74	1,17	0,00
Importveiet valutakurv	-1,92	1,36	0,04
Amerikanske dollar	-3,05	0,18	-1,12
Euro	-3,23	0,01	-1,29
Norske kroner	-1,81	1,47	0,16

Meravkastningen skyldes at de fleste av både eksterne og interne forvaltere har oppnådd vesentlig høyere avkastning enn sine referanseporteføljer. Det gjelder både i aksje- og i renteforvaltningen. De største bidragene kommer fra eksterne og intern aktiv aksjeforvaltning. Resultatene der er i hovedsak oppnådd ved gode valg av enkeltaksjer, og bare i mindre grad ved posisjoner med land- eller sektorrisiko.

I tillegg til ordinær avkastning er inntekter fra forskjellige typer verdipapirutlån inkludert i tallene i tabell 3 og 4. Fra aksjeporteføljen gjøres utlån gjennom Chase Manhattan Bank, som er Petroleumsfondets globale depot for aksjer. Fra obligasjonsporteføljene lånes verdipapirer ut både internt og gjennom enkelte av de eksterne depoter for obligasjoner. Tabell 5 viser at inntektene fra denne typen virksomhet i andre kvartal utgjorde 1,5 basispunkter (det vil si 0,015 prosentpoeng) av totalporteføljen, eller om lag 41 millioner kroner.

Tabell 5: Inntekter fra utlån av verdipapirer i andre kvartal 2000 (ikke annualiserte tall)

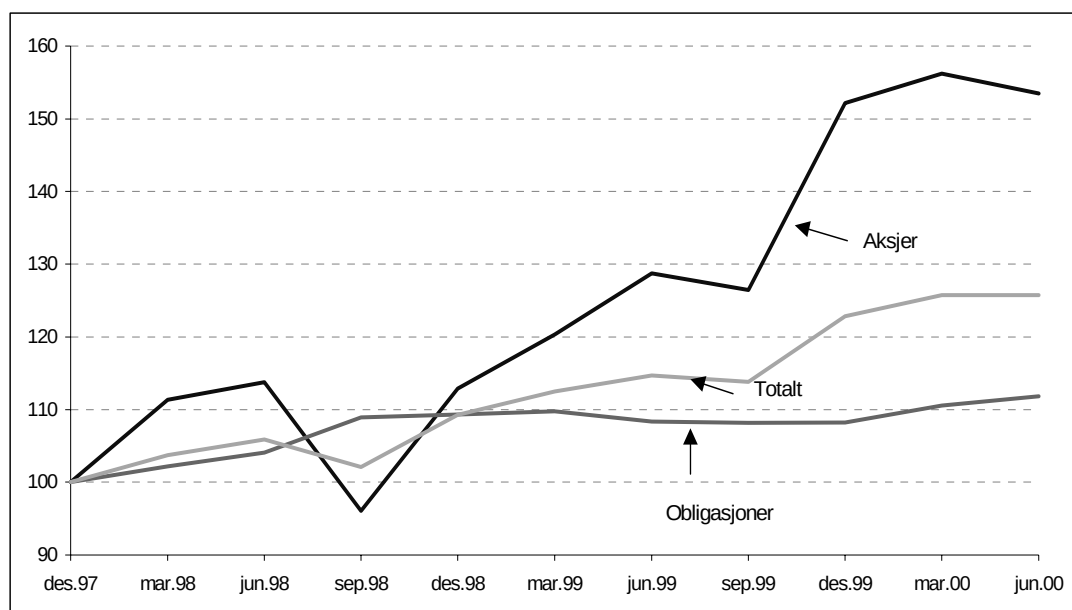
	Andre kvartal		Hittil i år
	Basispunkter*	1000 NOK	1000 NOK
Utlån av aksjer	1,036	27 763	39 416
Utlån av obligasjoner	0,483	12 944	25 146
Utlånsinntekter totalt	1,519	40 706	64 561

* En hundredel av et prosentpoeng

En del kostnader belastes Petroleumsfondets portefølje direkte og inngår dermed negativt i beregningen av avkastningstallene ovenfor, mens de ikke inngår i beregningen av referanseavkastningen. Dette gjelder for eksempel meglerkostnader ved aksjehandler og omsetningsavgifter i enkelte aksjemarkeder. En annen kilde til negativ differanseavkastning er at det i noen land betales skatt på utbytte for Petroleumsfondets investeringer, mens beregnet avkastning på referanseporteføljen forutsetter en skattestatus som ikke gir skattebelastning. Slike kostnader vil normalt føre til at en passivt forvaltet portefølje oppnår lavere avkastning enn referanseporteføljen. Det vises til en egen temaartikkel i årsrapporten for 1999.

Figur 5 viser hvordan avkastningen av investeringene har økt fondets verdi siden de nye retningslinjene begynte å gjelde fra 1. januar 1998. I løpet av disse ti kvartalene har aksjeinvesteringene gitt en akkumulert avkastning på 54 prosent, mens obligasjonsinvesteringene har gitt 12 prosent avkastning.

Figur 5: Indeks for akkumulert avkastning av delporteføljene i Petroleumsfondet 1998-2000. Fondets valutakurv pr. 31.desember 1997=100.



5. Risikoeksponering

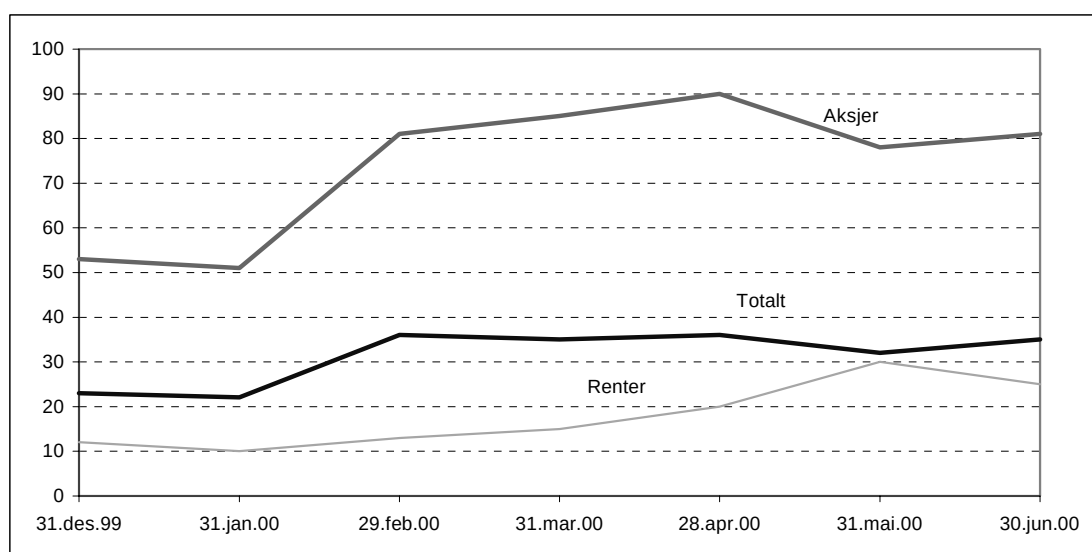
Markedsrisikoen knyttet til porteføljene i Petroleumsfondet overvåkes løpende både av de avdelinger som er ansvarlige for investeringene og av en avdeling med et særskilt kontrollansvar. Det brukes flere typer modellverktøy for å kunne belyse risikoeksponeringen fra ulike sider. I denne rapporten sammenfattes likevel markedsrisikoen i forventet relativ volatilitet (se rammen) målt ved hjelp av BARRA-modellen. Denne modellen inneholder anslag på volatiliteten i markedene, basert på en sammenveiling av historiske erfaringer. Ved hvert månedsskifte legges en ny måned til i datagrunnlaget, samtidig som eldre måneder får mindre vekt. Det kan skape endringer i forventet relativ volatilitet uten at omfanget av aktiv forvaltning er endret.

Figur 6 viser nivået på forventet relativ volatilitet i totalporteføljen og i aksje- og renteporteføljene gjennom første halvår 2000. Det er klart høyere relativ risiko i aksjeporteføljen enn i renteporteføljen. Dette avspeiler både større volatilitet i aksjemarkedene og større grad av aktiv forvaltning av aksjeporteføljen.

Figuren viser forventet relativ volatilitet siste handelsdag i hver måned i forhold til referanseporteføljen slik den er spesifisert i BARRA for den måneden. For aksjeporteføljen viser figuren et stabilt nivå for markedsrisikoen på 80-90 basispunkter. Det gjenspeiler at omfanget av aktiv forvaltning ikke er endret vesentlig gjennom kvartalet.

For renteporteføljen har volatiliteten økt gjennom andre kvartal, som en følge av at de eksterne forvalterne har begynt å ta aktive posisjoner. Ved utgangen av kvartalet var forventet relativ volatilitet for renteporteføljen på om lag 30 basispunkter.

Figur 6: Forventet relativ volatilitet ved månedsslutt i første halvår 2000 (basispunkter)



Forventet relativ volatilitet

Finansdepartementets grense for markedsrisiko i forvaltningen av Petroleumsfondet bruker risikomålet *forventet relativ volatilitet*. Målet er definert som forventet verdi av standardavviket til differansen mellom den årlige avkastningen på de faktiske investeringene og avkastningen på referanseporteføljen. Når avvikene fra referanseporteføljen er avgrenset ved å sette en øvre grense for forventet relativ volatilitet, vil den faktiske avkastningen med høy sannsynlighet variere innenfor et bånd rundt avkastningen på referanseporteføljen. Jo lavere en setter grensen for markedsrisiko, desto snevrere blir båndet. Forventet relativ volatilitet på 1,5 prosentpoeng betyr at faktisk avkastning på en portefølje som ligger fast over tid, i to av tre år vil avvike med mindre enn 1,5 prosentpoeng fra referanseavkastningen.

Tabell 6 viser sammensetningen av obligasjonsporteføljen (renteporteføljen eksklusive kontanter) basert på kredittvurderingene til Moody's og Standard & Poor's. Klassen +++ inneholder statsobligasjoner i egen valuta uten rating, det vil stort sett si obligasjoner utstedt av stater med så høy kredittverdighet at de ikke har behov for rating for å kunne plassere gjelden sin. Dette skiller seg fra tilsvarende tabell i forrige kvartalsrapport ved at statspapirer i egen valuta med rating nå er plassert med den karakter de er klassifisert til. På neste linje kommer de obligasjonene som verken har eksplisitt statsgaranti eller noen rating fra de to byråene. Dette er likevel i hovedsak papirer som antas å ha en form for implisitt statsgaranti. Videre i tabellen kommer papirer med kredittvurdering. Beste klasse er vist øverst og jo lenger ned i tabellen en går, desto dårligere er klassen for kredittvurdering.

Tabell 6: Obligasjonsporteføljen pr 30. juni 2000, fordelt etter kredittvurdering (markedsverdier i millioner kroner, kontanter er ikke medregnet)

Moody's			Standard & Poor's		
Karakter	Markedsverdi	Prosentdel	Karakter	Markedsverdi	Prosentdel
+++*	38 994	21,18	+++*	55 815	30,31
Ingen rating**	3 559	1,93	Ingen rating	10 730	5,83
Aaa	65 116	35,36	AAA	85 283	46,31
Aa1	40 732	22,12	AA+	6 665	3,62
Aa2	6 825	3,71	AA	24 343	13,22
Aa3	28 660	15,56	AA-	417	0,23
Lavere	257	0,14	Lavere	891	0,48

* Karakteren +++ er gitt til stats- og statsgaranterte papirer i egen valuta uten rating.

** Klassen "ingen rating" inneholder papirer som verken har eksplisitt statsgaranti eller rating, men som antas å ha en form for implisitt statsgaranti.

Tabell 7 gir en oversikt over de grenser for risikoeksponering som gis i Finansdepartementets forskrift og retningslinjer, og den tilpasning som faktisk har vært gjort i løpet av kvartalet. Tallene gjenspeiler at forvaltningen har skjedd innenfor grensene. For eierandeler i enkeltelskaper er heller ikke den gamle grensen på 1 prosent overskredet i andre kvartal.

Markedsrisikoen begrenses både av grensen for forventet relativ volatilitet, av grenser på aktivafordelingen på aktivaklasser og regioner og av en spesiell grense for renterisiko. Finansdepartementets forskrift sier at gjennomsnittlig modifisert durasjon i obligasjonsporteføljen skal ligge mellom 3 og 7 år. Modifisert durasjon er et mål for hvor følsom porteføljeverdien er for endringer i rentenivået, og forteller hvor mange prosent verdien av porteføljen vil gå ned dersom rentene for alle løpetider stiger med ett prosentpoeng.

Tabell 7: Forskriftens og retningslinjenes grenser for risikoeksponering

Paragraf	Risiko	Grenser	Faktisk				
			31.12.99	31.03.00	30.04.00	31.05.00	30.06.00
§ 4	Markedsrisiko	Maksimalt 1,5 prosentpoeng relativ volatilitet	0,23%	0,31%	0,36%	0,32%	0,54%
§ 5	Aktivafordeling	Obligasjoner 50-70%	57,89%	60,01%	60,31%	61,06%	60,01%
		Aksjer 30-50%	42,11%	39,99%	39,69%	38,95%	39,99%
§ 6	Valutafordeling	Europa 40-60%	50,10%	49,88%	49,95%	50,41%	50,21%
		Amerika 20-40%	29,79%	30,10%	30,68%	30,66%	30,03%
		Asia/Oseania 10-30%	20,11%	20,02%	19,36%	18,94%	19,76%
§ 7	Renterisiko	Modifisert durasjon 3-7 år	5,25	5,34	5,30	5,29	5,30
§ 8	Kredittrisiko*	Maks 20% i bankinnskudd	9,40 %	10,13%	6,83%	7,41%	13,50%
§ 10	Maksimal eierandel	Maks 3% av et selskap (fra 12.05.00)	0,66%	0,53%	0,77%	0,76%	0,89%

* I tillegg til ordinære bankinnskudd er reinvestert kontantsikkerhet fra utlån av verdipapirer inkludert i tabellen.

6. Kostnader i forvaltningen

Tabell 8 gir en oversikt over kostnader ved forvaltningen av Petroleumsfondet i første halvår 2000. Kostnadene består dels av honorarer til eksterne forvaltere og depotinstitusjoner og dels av Norges Banks interne driftskostnader. Norges Bank Kapitalforvaltning forvalter foruten Petroleumsfondet også Statens petroleumsforsikringsfond og den største delen av Norges Banks valutareserver. De totale interne kostnadene fordeles på de tre fondene ved hjelp av et sett internpriser. De interne kostnadene omfatter ikke bare Norges Bank Kapitalforvaltning, men også alle støttefunksjoner i andre deler av Norges Bank. Omfanget av den siste typen kostnader er beregnet etter de retningslinjer som gjelder for forretningsdrift i Norges Bank.

Omregnet til årsrate utgjør kostnadene i tabellen 0,203 prosent av gjennomsnittlig portefølje for aksjer og 0,044 prosent av gjennomsnittlig portefølje for renteinstrumenter. I kostnadene ved aksjeforvaltning inngår avkastningsavhengige honorarer til eksterne aktive forvaltere med 36,0 millioner kroner, som tilsvarer en årsrate på 0,072 prosent av gjennomsnittlig aksjeportefølje. Beløpet må ses i sammenheng med den store meravkastningen som er oppnådd hos aksjeforvalterne. De lave kostnadene i renteforvaltningen skyldes at det først fra andre kvartal har påløpt kostnader til eksterne renteforvaltere.

Forvaltningsavtalen mellom Finansdepartementet og Norges Bank fastsetter prinsippene for den godtgjøring Norges Bank skal motta for å forvalte Petroleumsfondets porteføljer. Utgangspunktet er at godtgjøringen skal dekke de kostnader banken har. For 2000 utgjør godtgjøringssatsene 0,14 prosent av gjennomsnittlig aksjeverdi i referanseporteføljen og 0,06 prosent av gjennomsnittlig renteverdi i referanseporteføljen. Dette svarer til en gjennomsnittlig godtgjøring på 0,092 prosent av Petroleumsfondets markedsverdi gjennom året. Utenom denne godtgjøringen skal honorarer til eksterne forvaltere som følger av oppnådd meravkastning dekkes. Avtaler om avkastningsavhengige honorarer er i hvert enkelt tilfelle godkjent av Finansdepartementet.

Eksklusive avkastningsavhengige honorarer er kostnadene i aksje- og renteforvaltningen på henholdsvis 0,130 og 0,044 prosent, regnet som årsrate av gjennomsnittlig portefølje i første halvår. For hele porteføljen er forvaltningskostnadene eksklusive avkastningsavhengige honorarer på 0,079 prosent av gjennomsnittlig markedsverdi.

Tabell 8: Forvaltningskostnader i første halvår 2000 (1000 NOK)

Honorar til eksterne aksjeforvaltere	62 886
- derav avkastningsavhengige honorarer	35 979
Honorar til aksj depot og oppgjør	10 507
Interne kostnader i aksjeforvaltningen	27 559
Sum aksjeforvaltning	100 952
Honorar til eksterne renteforvaltere	2 466
Honorar til rentedepoter	4 073
Interne kostnader i renteforvaltningen	25 020
Sum renteforvaltning	31 559
Sum forvaltningskostnader	132 511

7. Regnskapsrapportering

Tabell 9 viser fordelingen på ulike instrumenter slik den fremtrer i Norges Banks regnskap ved utløpet av de tre siste kvartalene. Tabell 10 viser bokført avkastning, som i andre kvartal var på 437 millioner kroner før forvaltningshonoraret til Norges Bank trekkes fra. Samlet for første halvår var den bokførte avkastningen på 12,2 milliarder kroner.

Regnskapstallene bygger på handleriktige beholdninger (med unntak av kontanter). Tallene angir markedsverdier basert på kvalitetssikrede priser. Plasseringene i utenlandsk valuta er omregnet til norske kroner etter markedskurser pr 30. juni notert på WM Reuters i London. Regnskapsført verdi av Petroleumsfondets portefølje avviker fra markedsverdien i tabell 2 ovenfor fordi forvaltningsgodtgjøringen ikke er trukket fra der, og fordi det brukes avvikende vurderingsprinsipper på noen punkter, jf vedlegget om metodegrunnlag for avkastningsberegningene. Det arbeides med å eliminere slike forskjeller. Tilsvarende er det små avvik i avkastningstallene.

Tabell 9: Petroleumsfondets portefølje fordelt på instrumenter (1000 NOK)

Instrument	31.12.99	31.03.00	30.06.00
Innskudd i utlandet	16 843 299	10 216 569	22 331 355
Utenlandske statskasseveksler	610 848	2 899 214	3 381 219
Utenlandske ihendehaverobligasjoner	125 705 270	156 805 325	177 668 907
Aksjer i utlandet	93 115 188	97 816 170	111 944 249
Kortsiktige fordringer utenlandske aksjer/obligasjoner/statskasseveksler	-13 817	-249 713	-10 811 501
Utlån i utlandet (buy-sell backs)	5 999 573	15 884 673	24 704 917
Utlån i utlandet (triparty agreements)	16 289 382	20 633 917	18 019 082
Opptjente, ikke forfalte renter	3 127 588	3 106 215	3 351 552
Opptjent aksjeutbytte inkl. kildeskatt	87 557	203 670	106 483
Reguleringer av terminkontrakter	-1 656	-2 787	-26 639
Innlån utenlandske banker	-39 330 224	-43 001 478	-46 036 752
Påløpte ikke forfalte renter	-	19 740	-25 980
Fordring på Norges Bank	6 244	6 244	6 244
Portefølje før forvaltningsgodtgjøring	222 439 252	264 337 759	304 613 136
Påløpt, ikke betalt forvaltningsgodtgjøring	-161 570	-212 694	-111 875
Total portefølje regnskapsført verdi	222 277 682	264 125 065	304 501 261

Utenom balansen var det pr 30. juni kjøpt børsnoterte futurekontrakter med en samlet markedsverdi på 27 373,0 millioner kroner og solgt børsnoterte futurekontrakter med en samlet markedsverdi på 22 907,8 millioner kroner. Det var videre kjøpt og solgt ulike valutaer på termin med en samlet kontraktsverdi på 7 451,3 millioner kroner.

Tabell 10: Bokført avkastning av Petroleumsfondets portefølje (1000 NOK)

	Pr 31.03.00	Pr 30.06.00
Renteelementer	1 892 312	4 211 425
Dividende	310 074	862 442
Valutakursregulering	5 842 298	6 437 912
Urealisert verdipapirtap/gevinst	1 373 115	-1 082 664
Realisert verdipapirgevinst	2 501 631	2 083 473
Kurtasje	-1 418	-3 155
Resultat terminhandel valuta	-315	-760
Gevinst/tap futures	-19 188	-173 218
Bokført avkastning på plasseringer	11 898 509	12 335 455
Påløpt forvaltningsgodtgjøring	-51 125	-111 875
Netto opptjent bokført avkastning	11 847 384	12 223 580

Inntekter og kostnader i valuta er i tabell 10 omregnet til norske kroner etter kursen på handletidspunktet og periodisert i henhold til regnskapsprinsippet.

VEDLEGG:

METODEGRUNNLAG FOR AVKASTNINGSBEREGNINGENE¹

Avkastningen beregnes etter markedsverdi prinsippet, det vil si at porteføljene verdsettes til de aktuelle markedspriser ved beregningsperiodens begynnelse og slutt. I avkastningsberegningene er rentekostnader/-inntekter, aksjeutbytte, beholdningsendringer og verdipapirprisendringer inkludert og periodisert. Handedato benyttes ved periodisering av inngåtte, ikke oppgjorte transaksjoner. Avkastningen sammenlignes med avkastningen på den fastsatte referanseporteføljen. Differanseavkastningen mellom den faktiske porteføljen og referanseporteføljen måles som en aritmetisk differanse.

For en portefølje der det skjer inn- og utbetalinger, bør tidsvektet metode benyttes i avkastningsberegningene. Metoden krever at man beregner markedsverdien av porteføljen ved hvert tidspunkt for inn-/utbetaling og finner avkastningen som endring i markedsverdi fra det ene tidspunktet til det andre. Slik finner man på hvert tidspunkt en indeks for markedsverdien i forhold til forrige kontantstrømtidspunkt. Ved å multiplisere disse indekstallene for de enkelte delperioder avleder man avkastningen for den totale perioden. Kontantstrømselementene vil dermed kun bidra til avkastningen fra og med tidspunktet for inn-/utbetaling.

Norges Bank har foreløpig kvalitetssikrede markedsverdier kun ved månedsslutt², og beregner derfor ikke tidsvektet avkastning internt i måneden. I stedet benyttes en pengevektet metode (modifisert Dietz metode) der den prosentvise månedlige avkastningen beregnes ved å fordele de enkelte kontantstrømmer på inngangs- og utgangsverdi, og avkastningen finnes ved å dividere porteføljens justerte utgangsverdi på den justerte inngangsverdien³.

¹ For en mer detaljert fremstilling av avkastningsberegningene vises det til "Forvaltning av Statens petroleumsfond Årsrapport 1999 – Temaartikkel 2".

² Det beregnes også daglige markedsverdier, men dette er foreløpig ikke på kvalitetssikrede data. Det jobbes kontinuerlig med å bedre kvaliteten på disse dataene.

³ Tilførsler til Statens petroleumsfond skjer bare ved månedsslutt. Det skjer heller ikke tilførsler/uttrekk fra aksje- og renteporteføljen innad i en måned. Dette betyr at for totalfondet, renteporteføljen og aksjeporteføljen vil de to metodene (modifisert Dietz metode og tidsvektet metode) gi det samme resultatet for den månedsvise avkastningen som beregnes. Det er kun ved beregning av avkastning for delporteføljer (valutaporteføljer og enkeltmandat) at man vil kunne få forskjeller i beregningene avhengig av hvilken metode som benyttes.

Modifisert Dietz metode kan beskrives ved følgende formel:

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

der

R_M = Pengevektet avkastning i perioden

MV_B = Inngangsverdi

MV_E = Utgangsverdi

T = Antall dager i perioden

i = Dagnummer i perioden

K_i = Kontantsrøm på dag nr. i

For lengre perioder, som kvartals-, års- og hittil i år avkastning, beregnes avkastningen ved at avkastningsindeksene for hver delperiode multipliseres. Denne avkastningen er således en tidsvektet avkastning av de enkelte måneders avkastning.

Avkastningen beregnes både i norske kroner og i lokal valuta. Den totale avkastningen i norske kroner beregnes ved å summere markedsverdien i norske kroner for alle enkeltvalutaer og fordele totale kontantstrømmer i norske kroner, som beskrevet i formelen. WM/Reuters valutakurser⁴ benyttes ved omregning fra lokal valuta til norske kroner.

Referanseporteføljens kroneavkastning beregnes som differansen mellom avkastningen i norske kroner og lokal valuta, målt i referanseporteføljens valutafordeling. Den sier hvor mye kronen har appresiert/depresiert målt mot referanseporteføljens valutafordeling.

Avkastningsberegningene utføres i separate modeller som avstemmes mot regnskapssystemet. Avvik i beregnet avkastning mellom avkastningsmodellene og regnskapet forekommer på grunn av ulike vurderingsprinsipper, knyttet til forskjeller i behandlingen av opptjente renter og av ikke tilbakebetalt kildeskatt. I regnskapet blir det også foretatt avsetninger til dekning av forvalterhonorar til Norges Bank.

Referanseporteføljen

Referanseporteføljen består av en aksjereferanse og en obligasjonsreferanse, som bygger på internasjonalt anerkjente markedsindekser. Ved inngangen av hvert kvartal skal aktivafordelingen være 60 prosent i obligasjoner og 40 prosent i aksjer. Innen kvartalet flytter fordelingen mellom de to aktivaklasser avhengig av markedsutviklingen.

⁴ WM/Reuter Closing Spot Rates, fastsettes klokken 16 London tid.

Aksjereferansen

Aksjereferanseporteføljen bygger på markedsindeksen FTSE World Index. Den er fordelt på Europa, Nord-Amerika og Asia. Ved begynnelsen av hvert kvartal skal fordelingen mellom regionene være henholdsvis 50 prosent, 30 prosent og 20 prosent. Aksjeinvesteringene innen hver region fordeles på godkjente land⁵ etter markedsverdier målt ved FTSE indeksene. Innen kvartalet endres både land- og regionsvektene avhengig av markedsutviklingen. Prinsippene for sammensetningen av FTSE indeksene er beskrevet i "Ground Rules for the Construction and Maintenance of the FTSE World Index Series, Version 3.1 March 2000".

Obligasjonsreferansen

Obligasjonsreferanseporteføljen tar utgangspunkt i Salomon Smith Barneys World Government Bond Indexes (WGBI). Den er fordelt på Europa, Nord-Amerika og Asia. Ved begynnelsen av hvert kvartal skal fordelingen mellom regionene være henholdsvis 50 prosent, 30 prosent og 20 prosent. Innenfor hver region fordeles landvektene etter IMF's BNP-vekter og IMF's gjennomsnittskurser for det året som BNP-tallene er oppgitt for. Innen kvartalet flyter land- og regionsvektene avhengig av markedsutviklingen. Prinsippene for sammensetningen av denne indeksen finnes i "Salomon Smith Barney Global Index Catalog, February 1999"

⁵ Jf. Forskrift for forvaltningen av Statens Petroleumsfond av 3. oktober 1997, §6.