

Forvaltning av Statens petroleumsfond

Rapport for første kvartal 2000

Sammendrag

I første kvartal 2000 var avkastningen på Statens petroleumsfond 2,37 prosent målt i den valutakurven som svarer til sammensetningen av Petroleumsfondets referanseportefølje. Målt i norske kroner var avkastningen 5,36 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 2,68 prosent målt i referanseporteføljens valutakurv. Resultatet avspeiler kursoppgang i Europa og USA over perioden sett under ett. Kvartalet har vært preget av store kurssvingninger og betydelige forskjeller mellom ulike sektorer. Obligasjonsporteføljen hadde en avkastning på 2,14 prosent målt i valutakurven. Også her var det store forskjeller mellom hovedmarkedene, med klart høyest avkastning i USA.

I første kvartal 2000 var Petroleumsfondets avkastning 0,36 prosent høyere enn avkastningen på den referanseporteføljen som Finansdepartementet har definert. Det meste av meravkastningen skyldes gode resultater hos eksterne aktive aksjeforvaltere.

Petroleumsfondets internasjonale aksje- og obligasjonsporteføljer ble tilført 30 milliarder kroner den 31. mars 2000. Markedsverdien av fondets samlede verdipapirportefølje var etter dette 264,2 milliarder kroner.

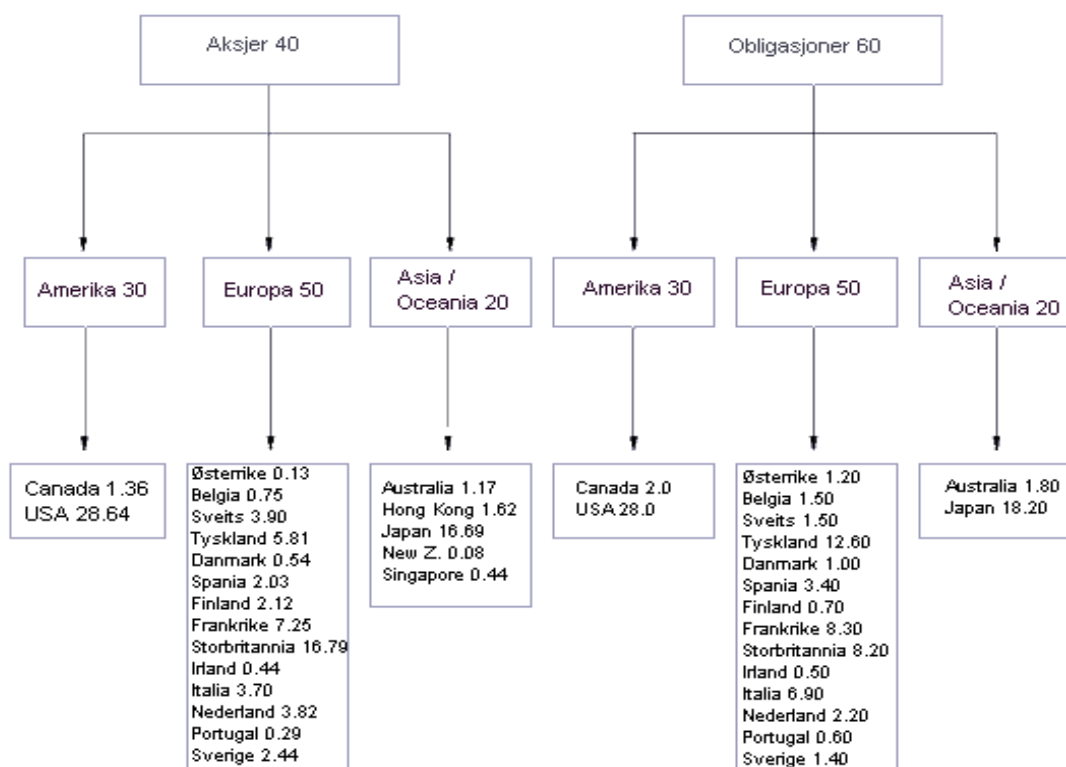
1. Mandat

Norges Bank forvalter Petroleumsfondet i samsvar med forskrift fastsatt av Finansdepartementet 3. oktober 1997, siste gang endret 21. desember 1999 med virkning fra 1. januar 2000. Da ble syv nye land (Hellas, Tyrkia, Brasil, Mexico, Sør-Korea, Taiwan og Thailand) tatt med i investeringsuniverset for aksjer. Etter dette kan Petroleumsfondet investere renteporteføljen i 21 land og aksjeporteføljen i 28 land. Fra samme dato ble det også fastsatt at en milliard kroner skal plasseres i en egen aksjeportefølje av bedrifter som er vurdert etter miljøkriterier, det såkalte Miljøfondet. Miljøfondet vil bli tilført kapital 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 og de syv nye landene inngår foreløpig ikke i referanseporteføljen for aksjer. Norges Bank vil gi råd om inkludering av 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. 31. mars 2000



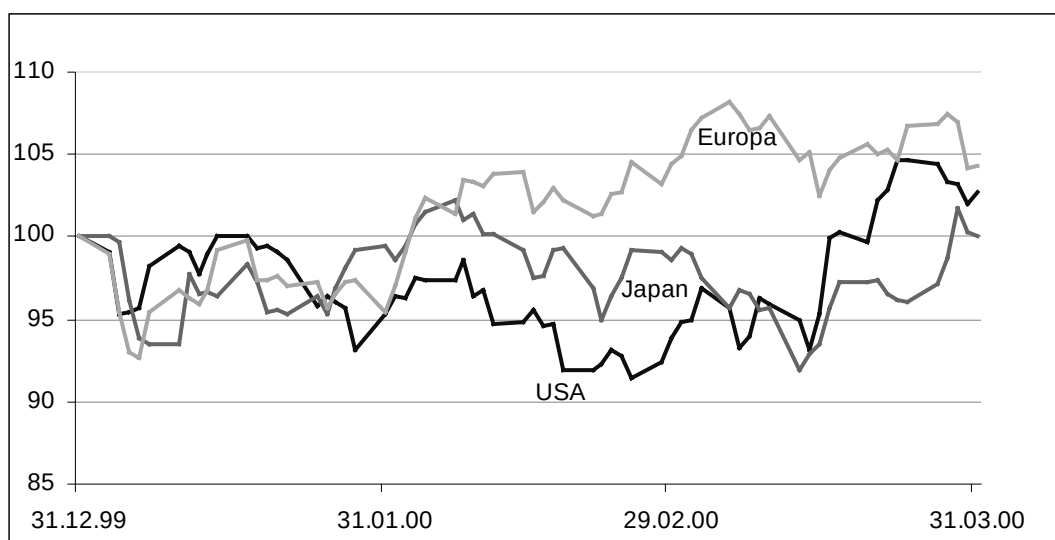
Finansdepartementet har satt en grense for Petroleumsfondets markedsrisiko, der markedsrisiko forstås som avvik fra referanseporteføljen. Faktisk portefølje skal aldri avvike så mye fra referanseporteføljen at forventet relativ volatilitet, målt på årsbasis ved hjelp av risikostyringssystemet BARRA,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

2. Markedsutviklingen

Som i 1999 var de internasjonale aksjemarkedene i første kvartal 2000 preget av en klar todeling. Kursutviklingen var svært ulik for selskaper innenfor og utenfor "the new economy". Sektorene innenfor den nye økonomien omfatter teknologi, media og telekommunikasjoner. Det var også store forskjeller mellom hovedmarkedene og betydelige kurssvingninger gjennom kvartalet.

I USA var det en sterk kursutvikling i de nye sektorene i 1999, men i første kvartal 2000 ble kursoppgangen bremsset. I mars falt kursene på aksjene sterkt på NASDAQ-børsen som domineres av selskaper i de nye sektorene. I de tradisjonelle sektorene var utviklingen omvendt, med en positiv utvikling i mars. Samlet gjennom kvartalet var kursoppgangen på NASDAQ-indeksen litt større enn kursoppgangen på den mer tradisjonelt sammensatte S&P 500-indeksen. Målt ved FTSE-indeksen (tidligere Financial Times/Standard& Poors) for USA var det en kursoppgang på 2,8 prosent for den gjennomsnittlige markedsporteføljen målt i lokal valuta, se figur 2.

Figur 2: Verdiutviklingen på FTSE aksjeindekser i første kvartal 2000



I Japan var fallet i de nye sektorene etter kursoppgangen i fjor enda mer utpreget. Ifølge tall fra Merrill Lynch var nedgangen på 8 prosent gjennom kvartalet. Kursoppgangen i de tradisjonelle sektorene målt i lokal valuta var imidlertid omtrent som i USA. Målt ved FTSE-indeksen var den gjennomsnittlige aksjeavkastningen i Japan omtrent null i første kvartal.

I Europa var mønsteret motsatt av USA og Japan, med fortsatt kursoppgang i de nye økonomiske sektorene og kursnedgang i de tradisjonelle sektorene. Figur 2 viser at det målt ved FTSE-indeksen var en gjennomsnittlig kursstigning på 4,2 prosent i de europeiske markedene gjennom første kvartal. Sterkest var stigningen i Finland og Sverige, der utviklingen helt ble drevet av teknologiaksjene, med Nokia og Ericsson opp henholdsvis 16 og 40 prosent i løpet av kvartalet. Men også i Europa var det svakere kursutvikling for de nye økonomiske sektorene mot slutten av kvartalet.

Tabell 1: Avkastning på FTSE verdensindeks i første kvartal 2000, fordelt på hovedsektorer (prosent, målt i lokal valuta)

Råvarebasert industri	-5,87
Konjunkturfølsomme varer	-0,99
Konjunkturfølsomme tjenester	-1,35
Finansielle tjenester	-0,58
Teknologibasert industri	3,04
Informasjonsteknologi	12,18
Ikke-konjunkturfølsomme varer	-3,29
Ikke-konjunkturfølsomme tjenester	3,28
Energi- og vannforsyning	3,39
Ressurser	-0,72
Totalt	2,28

Kilde: Datastream

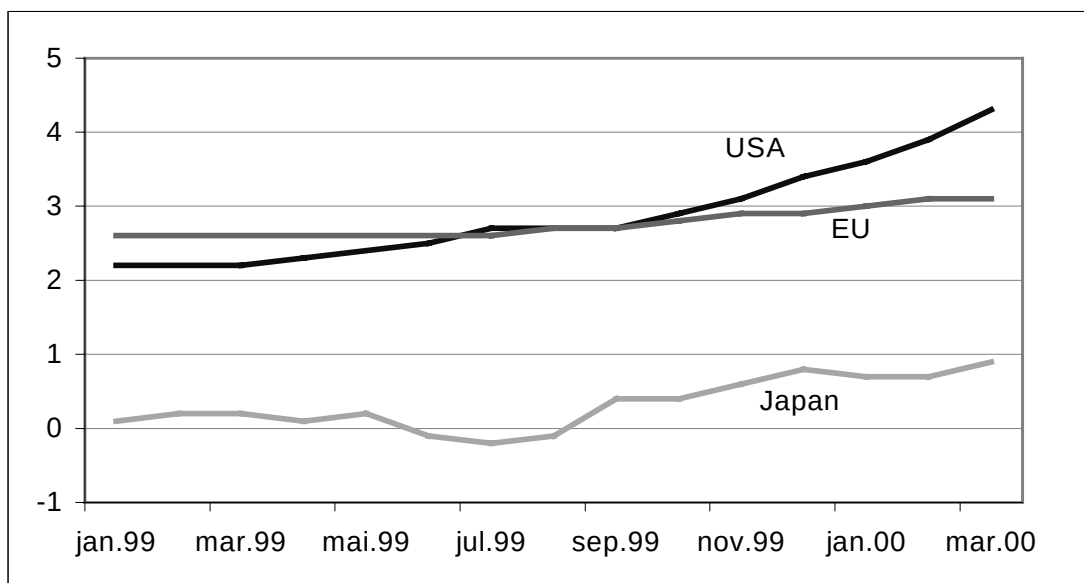
Tabell 1 viser avkastningen på verdensindeksen til FTSE fordelt på hovedsektorene. På verdensbasis var avkastningen i første kvartal klart høyest for informasjonsteknologi, mens flertallet av de øvrige sektorer hadde negativ avkastning. Størst negativ avkastning var det for råvarebasert industri.

Aksjemarkedene var i første kvartal preget av forventninger om økende renter. Særlig oppjusteringer i anslagene for den økonomiske veksten bidro til dette. Figur 3 viser at vekstanslagene for 2000 gradvis er justert oppover både for USA og Japan, men med bare mindre endringer i Europa. Samtidig er inflasjonsforventningene fortsatt lave.

Tre av de viktigste sentralbankene i verden, Federal Reserve i USA, Bank of England og Den europeiske sentralbanken har alle hevet signalrentene med et halvt prosentpoeng i løpet av første kvartal. Det er fortsatt forventninger blant investorene om at sentralbankene vil heve rentene for å dempe takten i den økonomiske veksten og dermed inflasjonspresset.

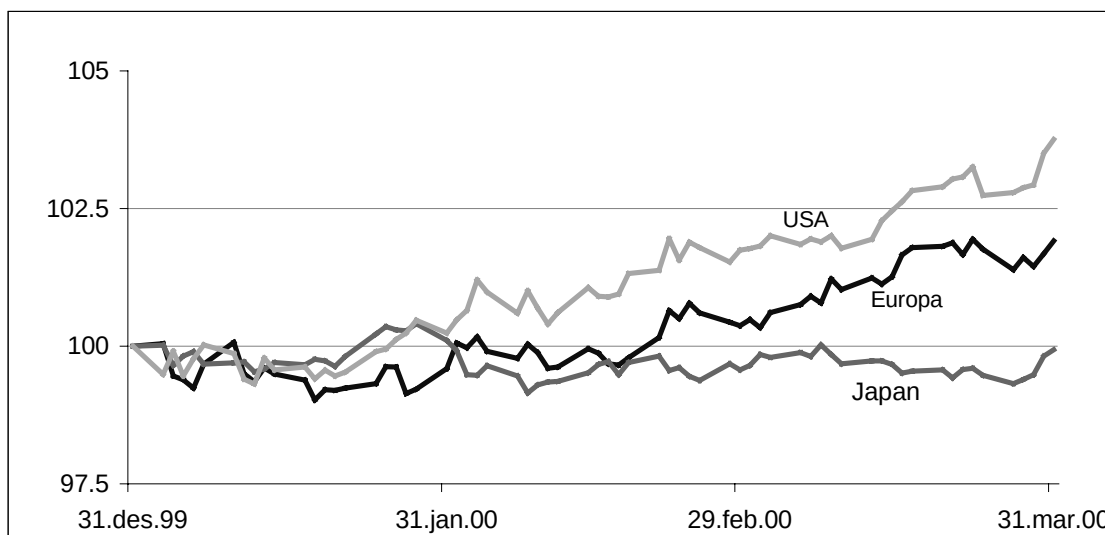
Rentene på statspapirer med lang løpetid har imidlertid ikke økt tilsvarende økningen i de kortsiktige signalrentene. I strid med forventningene i markedene ved inngangen til året, sank de lange rentene på statsobligasjoner gjennom kvartalet både i USA, Storbritannia og Euroland. En utløsende faktor til rentenedgangen og kursstigningen på obligasjoner kan ha vært annonseringen av et tilbakekjøpsprogram for amerikanske statsobligasjoner. Slike tilbakekjøp vil redusere tilbudet av obligasjoner som private investorer kan sitte med. I USA er renten på 10 års statsobligasjoner ved utgangen av kvartalet lavere enn pengemarkedsrenten, og også i de andre hovedmarkedene er rentekurven blitt flatere med mindre forskjeller mellom korte og lange renter.

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



Særlig i USA var det stor utstedelse av kredittpapirer, det vil si obligasjoner utstedt uten noen form for statsgaranti. Dette bidro til at renteforskjellen til statspapirer økte. Også for obligasjoner med implisitt statsgaranti var det en klar økning i renteforskjellene mot statspapirer.

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



Målt ved verdensindeksen til Salomon Smith Barney var avkastningen på statsobligasjoner målt i lokal valuta 1,94 prosent. Figur 4 viser klare forskjeller mellom hovedmarkedene, med en periodeavkastning på 3,8 prosent i USA og 1,9 prosent i Europa (EU utenom Hellas). I Japan fortsatte sentralbanken sin nullrentepolitikk, og avkastningen var nær null.

3. Gjennomføring av forvaltningen

Markedsverdien av Petroleumsfondets valutaportefølje var ved utgangen av 1999 på 222,4 milliarder kroner. Finansdepartementet overførte 31. mars 31,386 milliarder kroner til fondets kronekonto. Av dette var 1,386 milliarder kroner en mellomregning med statskassen siden det endelige statsregnskapet viste at det var overført for mye midler i 1999. Dermed ble netto tilførsel til Petroleumsfondets portefølje av internasjonale verdipapirer 30 milliarder kroner. Ved utgangen av kvartalet var markedsverdien av fondets samlede verdipapirportefølje 264,2 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 obligasjonsforvaltning er det også en avdeling for allokering av midlene mellom aktivaklasser og markeder.

Tabell 2: Markedsverdien av Petroleumsfondets aksje- og obligasjonsportefølje

	31.12.99	31.01.00	29.02.00	31.03.2000*
Aksjer	93 651	90 843	93 907	105 634
– ekstern indeksforvaltning	67 276	65 056	66 274	63 633
– ekstern aktiv forvaltning	22 728	22 197	23 812	27 179
– intern sektorforvaltning	3 124	3 159	3 372	7 870
– interne future- og rebalanseringskonti**	523	431	449	6 952
Obligasjoner	128 757	129 943	131 098	158 520
– ekstern forvaltning	-	-	-	9 438
– intern forvaltning	128 757	129 943	131 098	149 082
Totalt	222 408	220 786	225 005	264 154

* Overføring fra Finansdepartementet 31. mars 2000 på NOK 30 milliarder er inkludert.

** Den store økningen pr. 31. mars skyldes at den delen av overføringen fra Finansdepartementet som gikk til aksjeporteføljen, ble plassert midlertidig i aksjefutures.

3.1. Aksjeforvaltning

Ved utgangen av første kvartal 2000 var aksjeporteføljen verdt 105,6 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 60 prosent av aksjeporteføljen forvaltet på denne måten.

I første kvartal er det tildelt ytterligere ett mandat for aktiv aksjeforvaltning, til Dresdner RCM Global Investors, som har fått et mandat for forvaltning innen spesifikke sektorer i Nord-Amerika. Samlet var 26 prosent av aksjeporteføljen plassert i eksterne aktive mandater ved utgangen av kvartalet.

Den interne forvaltningen av aksjer er gradvis blitt utvidet. Ved utgangen av 1999 hadde den internt forvaltede porteføljen en markedsverdi på 3,6 milliarder kroner, mens den ved utgangen av første kvartal var på 7,8 milliarder kroner, som er 7 prosent av Petroleumsfondets aksjeportefølje. Man har valgt å konsentrere ressursene om å

etablere kompetanse på aksjevalg innenfor enkelte utvalgte sektorer. Disse sektorene er "Finans", "Informasjonsteknologi/telekommunikasjon" og "Media/handels-/servicenæringer". 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

Porteføljen av rentebærende instrumenter i Statens Petroleumsfond ble i første kvartal i sin helhet forvaltet internt i Norges Bank. Den 31. mars ble 23,5 milliarder kroner overført til renteporteføljen i Petroleumsfondet, og markedsverdien av renteporteføljen var 158,5 milliarder kroner ved utløpet av kvartalet.

Renteporteføljen var i første kvartal i all hovedsak investert i statsobligasjoner som inngår i referanseporteføljen. En mindre del av renteporteføljen var 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 løpet av første 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, ved at avvik fra referanseporteføljen ble foretatt med tanke på å tilføre meravkastning.

Det har siden utlysingen av mandater i september 1998 pågått arbeid med å legge til rette for eksternt forvaltning av en del av obligasjonsporteføljen. Den 31. mars ble en del av renteporteføljen tilsvarende 9,4 milliarder kroner overført til tre eksterne forvaltere. Disse forvalterne er:

- Bridgewater Associates Inc, USA
- Gjensidige NOR Kapitalforvaltning
- Morgan Stanley Dean Witter Investment Management, Storbritannia

3.3. Risikoallokering

Det ble i første kvartal bare tatt mindre posisjoner som innebar en annen vekting av markeder enn det som følger av referanseporteføljen.

All taktisk aktivaallokering har til nå vært drevet internt, men det ble i mars 1999 utlyst eksterne mandater for taktisk aktivaallokering. Det kom rundt 20 tilbud om slik forvaltning. Tilbudene er fortsatt under vurdering, men det tas sikte på å foreta valg av forvaltere og tilføre disse midler senere i år.

4. Avkastning av fondet

Tabell 3 viser at Petroleumsfondet i første kvartal 2000 hadde en periodeavkastning på 2,37 prosent målt i forhold til referanseporteføljens valutakurv. I januar var avkastningen negativ, mens det var positiv avkastning både i februar og mars. Målt i norske kroner var totalavkastningen i første kvartal 5,36 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 3: Avkastningstall i prosent. Faktisk portefølje og referanseportefølje for første kvartal 2000

	Målt i referanseporteføljens valutakurv		Målt i norske kroner		
	Faktisk portefølje	Referanseportefølje	Faktisk portefølje	Referanseportefølje	Differanse*
Januar	-1,85	-2,02	-0,73	-0,90	0,18
Februar	1,87	1,44	1,91	1,48	0,42
Mars	2,38	2,63	4,14	4,39	-0,24
Første kvartal	2,37	2,01	5,36	4,98	0,36

* Differanseavkastningen er beregnet som geometrisk avvik, det vil si i prosent.

Tabell 4 viser avkastningen av aksje- og obligasjonsporteføljene hver for seg. Målt i forhold til fondets valutakurv hadde begge aktivklasser positiv avkastning i kvartalet, og avkastningen var litt høyere for aksjer enn for obligasjoner. Dette gjenspeiler kursoppgangen i aksjemarkedene i USA og Europa mot slutten av kvartalet, se avsnitt 2.

Tabell 4 viser også avkastningstall målt i amerikanske dollar, som styrket seg både mot valutakurven og mot den norske kronen i første kvartal. Målt i dollar var fondets avkastning derfor kun på 0,34 prosent. Dersom vi i stedet måler mot en valutakurv basert på importvekter, finner vi en positiv periodeavkastning på 3,30 prosent.

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

	Aksjeporteføljen	Obligasjonsporteføljen	Totalporteføljen
Referanseporteføljens valutakurv	2,68	2,14	2,37
Importveiet valutakurv	3,79	2,94	3,30
Amerikanske dollar	0,82	-0,01	0,34
Norske kroner	5,86	4,99	5,36

Den faktiske porteføljen hadde i første kvartal en meravkastning på 0,36 prosent (det vil si 36 basispunkter) i forhold til referanseporteføljen. Meravkastningen skyldes først og fremst at de eksterne aktive aksjeforvalterne samlet har oppnådd vesentlig høyere avkastning enn sine referanseporteføljer. Også den interne aksjeforvaltningen ga et klart positivt bidrag. Meravkastningen skyldes i hovedsak gode valg av enkeltaksjer og bare i noen grad 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 første kvartal utgjorde 1,1 basispunkter (det vil si 0,011 prosentpoeng) av totalporteføljen, eller om lag 24 millioner kroner.

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

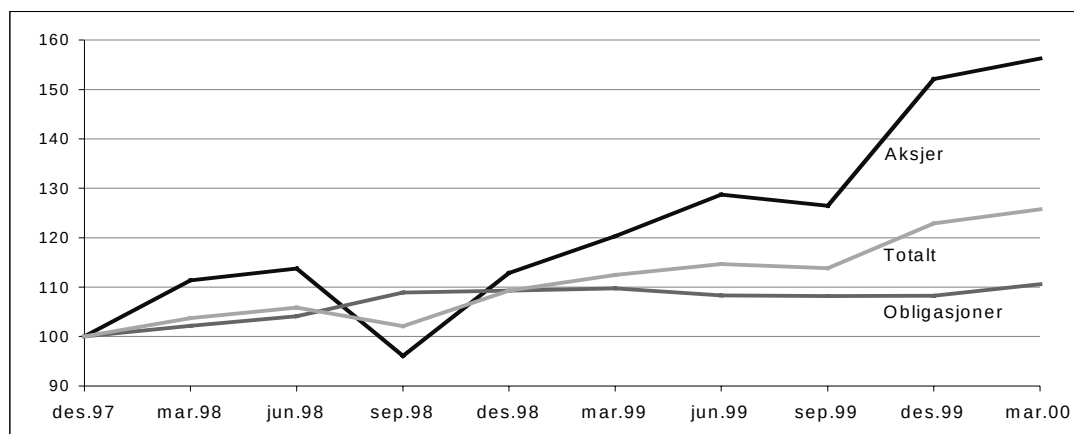
	Basispkt.	1000 NOK
Utlån av aksjer	0,522	11 653
Utlån av obligasjoner	0,548	12 202
Utlånsinntekter totalt	1,070	23 855

* 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, se 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 ni kvartalene har aksjeinvesteringene gitt en akkumulert avkastning på vel 55 prosent, mens obligasjonsinvesteringene har gitt om lag 10 prosent avkastning.

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



5. Risikoeksponering

Figur 6 viser nivået på forventet relativ volatilitet i totalporteføljen og i aksje- og obligasjonsporteføljene gjennom årets tre første måneder. Det er klart høyere relativ risiko i aksjeporteføljen enn i obligasjonsporteføljen. Dette avspeiler både større volatilitet i aksjemarkedene og større grad av aktiv forvaltning av aksjeporteføljen. Økningen i relativ volatilitet for aksjeporteføljen skyldes i hovedsak at den økende volatiliteten i aksjemarkedene i de siste månedene etter hvert blir gjenspeilet i den modellen som ligger til grunn. Bare i mindre utstrekning skyldes det økt omfang av aktiv forvaltning. Forventet relativ volatilitet var ved utgangen av kvartalet over 80

basispunkter. For obligasjoner har volatilitetstallene ligget stabilt mellom 10 og 20 basispunkter gjennom hele kvartalet.

Figur 6: Forventet relativ volatilitet hver fredag i første kvartal 2000. Basispunkter (hundredeeler av et prosentpoeng)



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 basert på kredittvurderingene til Moody's og Standard & Poor's (S&P). Klassen +++ inneholder statsgaranterte obligasjoner 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. Videre i tabellen er beste klasse for kredittvurdering vist øverst. Jo lenger ned i tabellen en går, desto dårligere er klassen for kredittvurdering. Nederst kommer de obligasjonene som verken har eksplisitt statsgaranti eller har noen rating fra de to byråene. Disse obligasjonene anses likevel å ha en form for implisitt statsgaranti.

Tabell 6: Obligasjonsporteføljen pr 31. mars 2000, fordelt etter kredittvurdering (markedsverdier i millioner kroner, kontanter ikke medregnet)

Moody's			Standard & Poor's		
Karakter	Markedsverdi	Prosentdel	Karakter	Markedsverdi	Prosentdel av total
+++*	101 060	72,03	+++*	42 831	30,53
Aaa	29 307	20,89	AAA	69 514	49,55
Aa1	1 427	1,02	AA+	6 268	4,47
Aa2	4 780	3,41	AA	13 006	9,27
Aa3	1 338	0,95	AA-	504	0,36
Lavere	2 150	1,53	Lavere	5 816	4,15
Ingen rating	234	0,17	Ingen rating	2 357	1,68

* Karakteren +++ er gitt til statsgaranterte verdipapirer uten rating.

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.

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	31.01.00	29.02.00	31.03.00
§ 4	Markedsrisiko	Maksimalt 1,5 prosentpoeng relativ volatilitet	0,23%	0,22%	0,27%	0,31%
§ 5	Aktivafordeling	Obligasjoner 50-70%	57,89%	58,85%	58,26%	60,01%
		Aksjer 30-50%	42,11%	41,15%	41,74%	39,99%
§ 6	Valutafordeling	Europa 40-60%	50,10%	49,91%	50,49%	49,88%
		Amerika 20-40%	29,79%	30,27%	30,28%	30,10%
		Asia/Oseania 10-30%	20,11%	19,81%	19,23%	20,02%
§ 7	Renterisiko	Modifisert durasjon 3-7 år	5,25	5,18	5,28	5,34
§ 8	Kredittrisiko*	Maks 20% i bankinnskudd	9,40 %	4,11%	7,00%	10,13%
§ 10	Maksimal eierandel	Maks 1% av et selskap	0,66%	0,55%	0,57%	0,53%

* 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 kvartal 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.

Kvartalskostnadene i tabellen utgjør 0,051 prosent av gjennomsnittlig portefølje for aksjer og 0,008 prosent av gjennomsnittlig portefølje for obligasjoner. De lave kostnadene i obligasjonsforvaltningen skyldes at det ikke har vært eksterne mandater i første kvartal, men fra andre kvartal vil det være slike mandater. I kostnadene ved aksjeforvaltning inngår avkastningsavhengige honorarer til eksterne aktive forvaltere med 15,04 millioner kroner (0,016 prosent av gjennomsnittlig aksjeportefølje). Beløpet er relatert til oppnådd meravkastning over de fire siste kvartalene.

Omregnet til årsrate er forvaltningskostnadene eksklusive avkastningsavhengige honorarer på henholdsvis 0,137 og 0,037 prosent av gjennomsnittlig portefølje. For hele porteføljen er forvaltningskostnadene eksklusive avkastningsavhengige honorarer, og regnet som årsrate, på 0,079 prosent av gjennomsnittlig markedsverdi gjennom kvartalet.

Tabell 8: Regnskapsførte forvaltningskostnader i første kvartal 2000 (1000 kroner)

Honorar til eksterne aksjeforvaltere	29 263
- derav avkastningsavhengige honorarer	15 040
Honorar til aksjedept og oppgjør	5 131
Interne kostnader i aksjeforvaltningen	12 529
Sum aksjeforvaltning	46 923
Honorar til obligasjonsdepoter	1 738
Interne kostnader i obligasjonsforvaltningen	10 210
Sum obligasjonsforvaltning	11 948
Sum forvaltningskostnader	58 871

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 obligasjonsverdi 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 inngått med de fleste eksterne aktive forvaltere og er i hvert enkelt tilfelle godkjent av Finansdepartementet.

7. Regnskapsrapportering

I henhold til Forskrift for forvaltning av Statens petroleumsfond § 2 har Norges Bank plassert fondets kroneinnskudd særskilt i aktiva denominert i utenlandsk valuta. Innestående på kronekonto etter tilførsel av 30,0 milliarder kroner fra Finansdepartementet i løpet av 2000, hensyn tatt til regnskapsmessig avkastning og påløpt forvaltningsgodtgjøring for perioden 1. januar 2000 – 31. mars 2000, utgjør samlet 264.125.066.808,28 kroner pr. 31. mars 2000.¹

Pr. 31. mars 2000 fordeler porteføljen seg på følgende instrumenter (i tillegg fremgår sammenligningstall for perioden 31. mars 1999 – 31. desember 1999):

Total portefølje (tall i hele tusen kroner)

Instrument	31.03.99	30.06.99	30.09.99	31.12.99	31.03.00
Bankinnskudd	5 169 653	4 832 902	12 239 782	16 829 482	9 966 856
Utenlandske statskassveksler	188 041	778	958	610 848	2 899 214
Utenlandske ihendehaverobligasjoner	96 215 947	109 443 883	120 833 796	125 705 270	156 805 325
Aksjer i utlandet	63 130 493	65 808 642	69 362 718	93 115 188	97 816 170
Utlån i utlandet	8 821 665	13 061 743	22 320 902	22 288 955	36 518 590
Opptjente, ikke forfalte renter	2 005 396	2 016 937	2 492 667	3 127 588	3 106 215
Opptjent dividende inkl. kildeskatt	230 555	123 360	171 956	87 557	203 670
Reguleringer av terminkontrakter	1 176	17 113	-3 397	-1 656	-2 787
Innlån utenlandske banker	-10 179 699	-20 915 914	-32 786 739	-39 330 224	-43 001 478
Påløpte ikke forfalte renter	-	35	-34	-	19 740
Diverse gjeld	-116 167	-78 048	-112 104	-155 326	-206 450
Total portefølje regnskapsført verdi	165 467 060	174 311 431	194 520 505	222 277 682	264 125 065
Total portefølje markedsverdi	171 756 278	182 592 859	199 334 065	222 277 682	264 125 065

Plasseringene i utenlandsk valuta er omregnet til norske kroner etter markedskurser pr. 31. mars 2000 notert på WM Reuters London 4.00 p.m. Pr. første, andre og tredje kvartal 1999 er totalporteføljen verdsatt til den laveste av markedsverdi og gjennomsnittlig anskaffelseskost. Fra og med 31. desember 1999 er regnskapet gjort opp med markedsverdivurdering av verdipapirene. For sammenligningsformål fremkommer totalporteføljen for hvert kvartal slik denne ville fremkommet dersom markedsverdi hadde vært lagt til grunn.

Pr. 31. mars 2000 var det kjøpt børsnoterte futureskontrakter med samlet markedsverdi 13 307,5 millioner kroner og solgt børsnoterte futureskontrakter med samlet markedsverdi 14 640,6 millioner kroner. Pr. 31. mars 2000 var det kjøpt valuta på termin med samlet verdi av 188,8 millioner kroner og solgt valuta på termin til 188,8 millioner kroner.

I henhold til Forskrift for forvaltning av Statens petroleumsfond § 3 skal Norges Banks netto bokførte avkastning på de utenlandske plasseringene tillegges

¹ Avviket fra tabell 2 skyldes at påløpt forvaltningsgodtgjøring ikke er trukket fra der, og dessuten avvikende vurderingsprinsipper på noen punkter.

Petroleumsfondets kronekonto. Bokført (akkumulert) avkastning på kronekontoen pr. 31. mars 2000 består av følgende komponenter (i tillegg fremgår sammenligningstall for perioden 31.mars 1999 – 31. desember 1999):

Total avkastning (tall i hele tusen kroner)

Bokført avkastning	31.03.99	30.06.99	30.09.99	31.12.99	31.03.00
Rentelementer	1 434 999	2 884 090	4 472 358	6 319 779	1 892 312
Dividende	280 076	680 199	952 464	1 150 698	310 074
Valutakursregulering	-4 626 848	-5 342 681	-845 023	2 630 182	5 842 298
Urealisert verdipapirtap/gevinst	-16 235	-387 934	-264 876	17 336 928	1 373 115
Realisert verdipapirgevinst	676 272	848 908	933 421	2 476 599	2 501 631
Kurtasje	-3 813	-7 571	-10 137	-12 789	-1 418
Resultat terminhandel valuta	3 508	4 498	-7 237	-4 913	-315
Gevinst/tap futures	115 474	68 276	262 948	399 000	-19 188
Bokført avkastning på plasseringer	-2 136 567	-1 252 215	5 493 918	30 295 484	11 898 509
Påløpt forvaltningsgodtgjøring	-40 140	-80 120	-117 180	-161 570	-51 125
Netto opptjent bokført avkastning	-2 176 707	-1 332 335	5 376 738	30 133 914	11 847 384
Netto avkastning markedsverdi	-30 043	2 806 539	6 047 744	25 991 360	11 847 384

Bokført avkastning bygger på de samme regnskapsprinsipper som Norges Banks regnskap. Dette innebærer at laveste verdi av markedsverdi og gjennomsnittlig anskaffelseskost er lagt til grunn ved regnskapsavslutningen for første, andre og tredje kvartal 1999. Ved regnskapsavslutningen pr. 31. desember 1999 er markedsverdier for verdipapirene lagt til grunn. I netto opptjent bokført avkastning pr. 31. desember 1999 inngår merinntekt med 4 142,5 millioner kroner som er effekten av endring til markedsverdivurdering av verdipapirene pr. 31. desember 1998.

Oppskrivningsgevinsten inngår i linjen urealisert verdipapirgevinst. For sammenligningsformål fremkommer netto avkastning på de samme rapporteringstidspunktene dersom markedsverdier var lagt til grunn.

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

Beregnet forvaltningsgodtgjøring (eksklusive dekning av avkastningsavhengige honorarer til eksterne forvaltere) pr. 31. mars 2000 utgjør 51,1 millioner kroner.

VEDLEGG:

Metodegrunnlag for avkastningsberegningene²

Avkastningen beregnes etter markedsverdiprinsippet, det vil si at porteføljene verdsettes til de aktuelle markedspriser ved beregningsperiodens begynnelse og slutt. I avkastningsberegningene er rentekostnader/-inntekter, aksjeutbytte, beholdningsendringer og verdipapirprisendringer er 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 geometrisk differanse, det vil si i prosent.

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

Norges Bank har foreløpig kvalitetssikrede markedsværdier kun ved månedsslutt³, 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 utgangsværdi, og avkastningen finnes ved å dividere porteføljens justerte utgangsværdi på den justerte inngangsværdien⁴.

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

³ Det beregnes også daglige markedsværdier, men dette er foreløpig ikke på kvalitetssikrede data. Det jobbes kontinuerlig med å bedre kvaliteten på disse dataene.

⁴ Tilførsler til Statens petroleumsfond skjer bare ved kvartalsslutt. 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:

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

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, benyttes geometrisk avkastning. Det vil si 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 valutakurser⁵ 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 ikke er fullt ut avstemt mot regnskapssystemet. Avvik i beregnet avkastning mellom avkastningsmodellene og regnskapet kan således forekomme. Avvik vil skyldes 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, se avsnitt 1 i rapporten foran. Innen kvartalet flyter fordelingen mellom de to aktivaklasser avhengig av markedsutviklingen.

⁵ WM/Reuter Closing Spot Rates, fastsettes klokken 16:00 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 land⁶ 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”.

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