

Forvaltning av Statens petroleumsfond

Rapport for tredje kvartal 1999

Sammendrag

I tredje kvartal 1999 hadde Statens petroleumsfond negativ avkastning, med et resultat på -0,79 prosent målt i den valutakurven som svarer til sammensetningen av Petroleumsfondets referanseportefølje. Målt i norske kroner var avkastningen positiv og på 1,80 prosent. Forskjellen mellom de to avkastningstallene skyldes at den norske kronen i tredje kvartal 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 i tredje kvartal -1,78 prosent målt i Petroleumsfondets valutakurv. Den negative avkastningen gjenspeiler en generell kursnedgang i Europa og USA, som bare delvis ble kompensert av kursoppgang i Japan. Obligasjonsporteføljen hadde svakt negativ avkastning, med et resultat på -0,13 prosent målt i valutakurven. Her var det også klare forskjeller mellom hovedmarkedene, med positiv avkastning i USA og Japan og negativ avkastning i Europa.

I tredje kvartal var Petroleumsfondets avkastning 0,17 prosentpoeng høyere enn avkastningen på den referanseporteføljen som Finansdepartementet har definert. Meravkastningen skyldes i hovedsak gode resultater hos eksterne aktive aksjeforvaltere.

For de tre første kvartalene i 1999 sett under ett var totalavkastningen 4,16 prosent målt i Petroleumsfondets valutakurv, og 3,56 prosent målt i norske kroner. Meravkastningen i forhold til referanseporteføljen var i de tre første kvartalene 0,33 prosentpoeng.

Petroleumsfondets internasjonale aksje- og obligasjonsporteføljer ble tilført 13,5 milliarder kroner pr 30. september 1999. Markedsverdien av fondets samlede verdipapirportefølje var etter dette 199,5 milliarder kroner.

1. Mandat

Norges Bank forvalter Petroleumsfondet i samsvar med forskrift fastsatt av Finansdepartementet 3. oktober 1997, og siste gang endret 10. desember 1998.

Petroleumsfondets midler skal investeres i utenlandsk valuta, enten i egenkapital-instrumenter eller i rentebærende instrumenter. I forskriften defineres de 21 land det kan investeres i. I samsvar med forskriften har Finansdepartementet definert en referanseportefølje for Petroleumsfondet. Referanseporteføljen er satt sammen av bestemte aksje- og obligasjonsindekser i de 21 landene. Aksjer utgjør 40 prosent av denne porteføljen, mens obligasjoner utgjør 60 prosent. Verdipapirer notert i Europa utgjør 50 prosent, i Amerika 30 prosent og i Asia/Oseania 20 prosent. Referanseporteføljen er utgangspunktet for risikostyringen av Petroleumsfondet og grunnlaget for resultatmåling av Norges Banks forvaltning.

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.

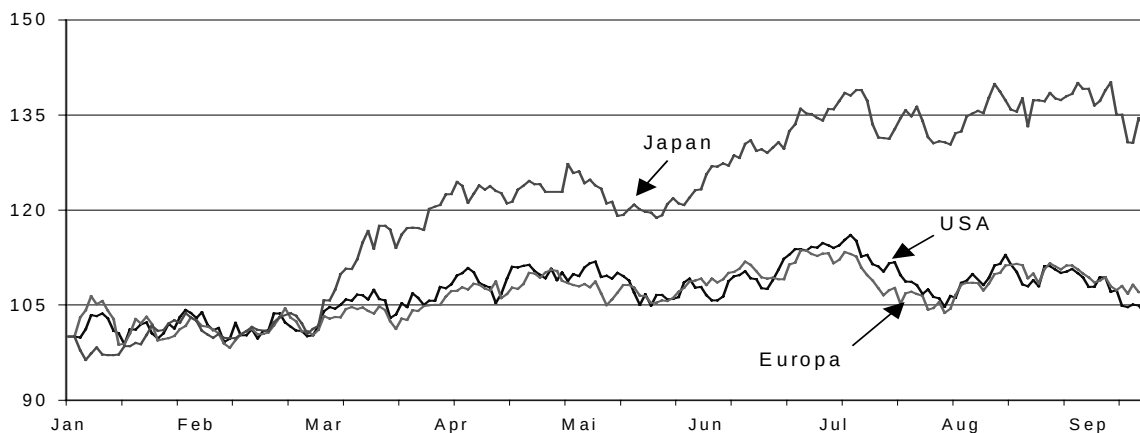
2. Markedsutviklingen

Aksjekursene utviklet seg svært forskjellig i de ulike hovedmarkedene i tredje kvartal. Målt ved verdensindeksen til Financial Times/Standard&Poor's var aksjeavkastningen i gjennomsnitt negativ med -3,57 prosent i kvartalet. Usikkerhet om utviklingen i de europeiske og amerikanske rentemarkedene bidro til å dempe optimismen i aksjemarkedene etter sterk vekst globalt i årets to første kvartaler. Hittil i år er det likevel totalt en solid positiv avkastning, med i gjennomsnitt 9,48 prosent på verdensbasis.

Figur 1 viser kursutviklingen i de tre hovedmarkedene som Petroleumsfondet er investert i. Mens aksjekursene i USA målt ved FT/S&Ps indeks falt med 6,4 prosent gjennom tredje kvartal, steg de med 6,1 prosent i Japan i samme periode. Aksjekursnedgangen i USA har antakelig sammenheng med forventninger om økt rentenivå, samtidig som markedet også la økende vekt på at forventningene om bedriftenes inntjening syntes å stå i misforhold til nivået på aksjekursene.

Kursoppgangen i Japan kan forklares av fortsatt fremgang i arbeidet med restruktureringer av næringslivet, og av sentralbankens signaler om at nullrente-politikken vil bli videreført. Styrkingen av japanske yen mot slutten av tredje kvartal kan imidlertid bli et problem for mange bedrifter, med virkninger for aksjekursutviklingen fremover. I andre asiatiske land var kursutviklingen på aksjebørsene i tredje kvartal atskillig svakere.

Figur 1: *Verdiutviklingen på Financial Times/Standard & Poor's aksjeindekser i Europa, Japan og USA (31.12.98 =100)*



I Europa ble avkastningen i tredje kvartal negativ med $-1,9$ prosent. Også i Europa spilte usikkerheten om renteutviklingen inn, med tiltakende forventninger i markedene om at europeiske sentralbanker ville begynne å heve sine signalrenter denne høsten.

Aksjekursnedgangen i USA og Europa kom til tross for at utsiktene for verdensøkonomien ble oppfattet som positive. Vekstanslagene for årene 1999-2000 er gjennom tredje kvartal justert oppover, mens inflasjonsutviklingen spås å holde seg nokså stabil. Det ser ut til at investorer ved utgangen av tredje kvartal forventer fortsatt markert vekst i de børsnoterte bedriftenes fortjeneste i år 2000.

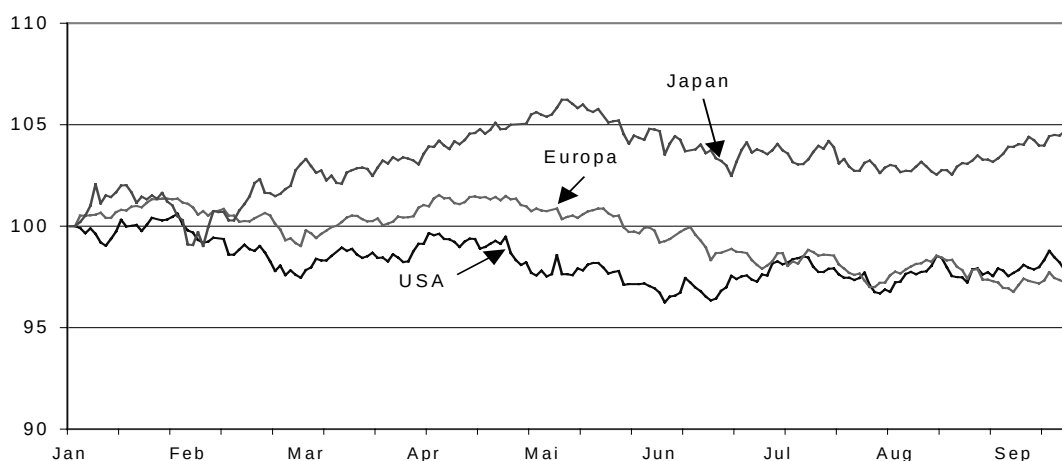
Også for obligasjonsavkastningen var det klare forskjeller mellom hovedmarkedene i tredje kvartal. Målt ved verdensindeksen til Salomon Smith Barney var obligasjonsavkastningen i gjennomsnitt svakt negativ med $-0,03$ prosent i kvartalet. Dette gjenspeiler fortsatt renteøkning, særlig i de europeiske markedene. Hittil i år har renteøkning ført til en negativ obligasjonsavkastning målt ved verdensindeksen på $-0,81$ prosent.

I figur 2 vises avkastningen i de tre hovedmarkedene for statsobligasjoner, i Europa, USA og Japan. Målt ved Salomon Smith Barney's indekser for statsobligasjoner ble avkastningen i tredje kvartal høyest i Japan, med en periodeavkastning på $1,9$ prosent. Også i USA var avkastningen positiv, med $0,7$ prosent. I Europa førte imidlertid renteoppgangen kombinert med det lave rentenivået til negativ avkastning med et resultat på $-1,5$ prosent. Totalt for årets tre første kvartaler har indeksavkastningen i Europa vært på $-2,6$ prosent. En så sterkt negativ avkastning forekommer svært sjelden.

Både i USA og Europa var det betydelig usikkerhet rundt pengepolitikken. Rentene svingte gjennom kvartalet, men ved utgangen av september lå rentenivået høyere enn ved utgangen av juni både i USA og Europa. Den amerikanske sentralbanken hevet 24. august

sin Fed Funds rente med 0,25 prosentpoeng til 5,25 prosent. I Europa var det økende forventninger om at også den europeiske sentralbanken ville heve rentene. Den britiske rentehevingen på 0,25 prosentpoeng 8. september bidro til å forsterke forventningene. En annen faktor bak forventningene om økt rentenivå har vært at tilbudet av private papirer i obligasjonsmarkedet ser ut til å ha holdt seg gjennom hele tredje kvartal. Mange europeiske og amerikanske bedrifter frykter at det blir vanskeligere å utstede obligasjoner nær årsskiftet.

Figur 2: *Verdiutviklingen på Salomon Smith Barney's statsobligasjonsindekser i Europa, Japan og USA (31.12.98 =100)*



3. Gjennomføring av forvaltningen

Tabell 1 viser markedsverdiene av Petroleumsfondets aksje- og obligasjonsporteføljer gjennom tredje kvartal 1999. Fordelingen på aktivaklasser har vært svært nær referanseporteføljens fordeling. Innenfor hver av aktivaklassene har det heller ikke vært store avvik fra landvektene i referanseporteføljen.

Ved utløpet av tredje kvartal ble Petroleumsfondets kronekonto tilført 13,5 milliarder kroner fra Finansdepartementet, og et tilsvarende beløp ble samtidig overført fra valutareservene til Petroleumsfondets valutaportefølje. Denne valutaoverføringen kom fra en delportefølje innenfor valutareservene, petrobufferporteføljen, som er sammensatt spesielt med tanke på at slike overføringer skjer kostnadseffektivt. Tilførselen ble ellers gjort på en slik måte at transaksjonsbehovet i forbindelse med rebalanseringen av Petroleumsfondet til nye markedsvekter ble så lite som mulig.

Tabell 1: Markedsverdien av Petroleumsfondets aksje- og obligasjonsporteføljer (millioner kroner)*

Dato	31.12.98	31.03.99	30.06.99	31.07.99	31.08.99	30.09.99
Aksjer	69.532	68.705	73.462	73.685	74.774	80.260
-herav eksternt indeksforvaltning	60.801	63.441	63.516	61.934	62.718	59.890
-herav eksternt aktiv forvaltning	6.379	6.534	11.560	11.938	15.522	15.382
-herav intern sektorportefølje/Europa	-	-	2.192	2.190	2.255	2.260
-herav aksjeindeksfutures	2.352	-1.271	-3.806	-2.377	-5.721	2.728
Obligasjoner	102.300	103.371	109.268	110.894	111.999	119.255
Totalt	171.832	172.076	182.731	184.578	186.773	199.515

* Markedsverdien er basert på handledato og ikke valuteringsdato. Tallene omfatter den særskilte porteføljen plassert i utenlandske verdipapirer, som er motstykket til Petroleumsfondets kronekonto i Norges Bank.

3.1. Forvaltningen av aksjeporteføljen

Det meste av aksjeporteføljen blir forvaltet etter indeksmandater, der forvalterne skal investere i porteføljer som avviker lite fra referanseporteføljen. De tre eksterne indeksforvalterne hadde ved utgangen av kvartalet porteføljer med en samlet markedsverdi på om lag 59,9 milliarder kroner.

To forvaltere med aktive mandater ble tilført nye midler i august 1999. Ved utgangen av tredje kvartal hadde fem aktive eksterne aksjeforvaltere til sammen sju porteføljer med en samlet markedsverdi på om lag 15,4 milliarder kroner. Disse var fordelt på fire markedsområder: Europa utenom Storbritannia, Storbritannia, Oseania utenom Japan og Japan. Det er ikke tildelt noe aktivt mandat for Nord-Amerika.

I tredje kvartal 1999 er den interne aksjeforvaltningen videreført med aktiv forvaltning i begrenset omfang. Den interne porteføljen hadde ved utgangen av kvartalet en markedsverdi på om lag 2,3 milliarder kroner. Den interne aktive forvaltningen tar sikte på å oppnå meravkastning innenfor sektorene bank/finans, teknologi/telekommunikasjon og media/detaljhandel i Europa utenom Storbritannia. I tillegg til aktiv forvaltning foretas det internt enkelte transaksjoner for å forbedre avkastningen på indeksporteføljene, særlig i forbindelse med utskifting av selskaper i indeksene.

Intern aksjeforvaltning omfatter også handel med aksjefuture-kontrakter. Hensikten har i hovedsak vært å ha løpende kontroll med den totale aksjeeksponeringen i Petroleumsfondet, styre kostnadene i forbindelse med tilpasninger til oppdatert referanseportefølje, samt å sikre kostnadseffektiv tilførsel av midler til de nye eksterne forvalterne. Ved utgangen av kvartalet var det netto kjøpt futurekontrakter for 2,7 milliarder kroner, som et element i tilpasningen av porteføljesammensetningen.

3.2. Forvaltningen av obligasjonsporteføljen

Obligasjonsporteføljen forvaltes internt i Norges Bank. Høsten 1998 ble det imidlertid lyst ut mandater for ekstern aktiv renteforvaltning. Arbeidet med valg av forvaltere til disse mandatene har fortsatt gjennom tredje kvartal 1999, med sikte på tilførsel av midler i første halvår 2000.

Obligasjonsporteføljen er i hovedsak investert i statsobligasjoner som inngår i referanseporteføljen. En begrenset del av porteføljen er investert i obligasjoner med en viss kredittrisiko (kredittpapirer). Kredittpapirene i obligasjonsporteføljen har likevel enten eksplisitt eller implisitt statsgaranti eller er garantert av internasjonale organisasjoner med høy kredittverdighet.

Kredittrisikoen gir seg utslag i likviditeten i kredittpapirene, og i renteforskjellen i forhold til sammenlignbare statspapirer. Kredittpapirer har høyere rente enn sammenlignbare statspapirer, men renteforskjellen varierer over tid, noe som bidrar til svingninger i avkastningen på kredittpapirer i forhold til avkastningen på statspapirer.

4. Avkastning

Tabell 2 viser at Petroleumsfondet i tredje kvartal 1999 hadde en periodeavkastning på -0,79 prosent målt i forhold til referanseporteføljens valutakurv. I august var avkastningen positiv, mens det var negativ avkastning både i juli og september. Målt i norske kroner var totalavkastningen i tredje kvartal 1,80 prosent. Det høyere tallet skyldes at kronen i tredje kvartal svekket seg mot de fleste av valutaslagene i referanseporteføljen, slik at fondets valutakurv ble mer verdt i forhold til kronen.

Tabell 2: *Periodeavkastningen i prosent hittil i 1999*

Målt i referanseporteføljens valutakurv			Målt i norske kroner		
	Faktisk portefølje	Referanseporteføljen	Faktisk portefølje	Referanseporteføljen	Differanse*
Første kvartal	2,93	2,94	0,14	0,16	-0,01
Andre kvartal	2,01	1,83	1,59	1,41	0,18
Juli	-0,56	-0,70	1,01	0,87	0,14
August	0,19	0,18	1,19	1,18	0,01
September	-0,41	-0,44	-0,41	-0,43	0,03
Tredje kvartal	-0,79	-0,96	1,80	1,63	0,17
Hittil i 1999	4,16	3,82	3,56	3,22	0,33

* Differanseavkastningen måles som geometrisk avvik.

I forhold til referanseporteføljen hadde den faktiske porteføljen i tredje kvartal en meravkastning på 0,17 prosentpoeng (det vil si 17 basispunkter). I første halvår var det en meravkastning på 0,16 prosentpoeng, slik at meravkastningen hittil i år er på 0,33 prosentpoeng.

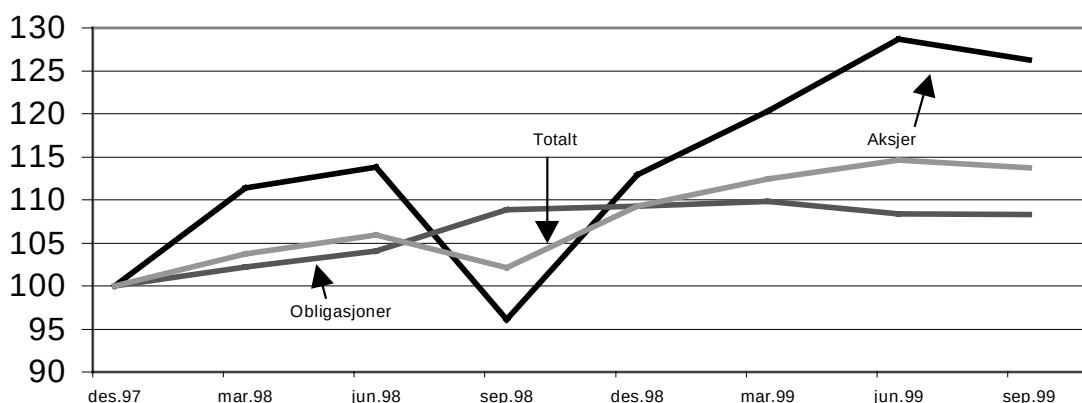
Tabell 3: *Avkastningen i prosent for tredje kvartal 1999 målt mot ulike referansevalutaer*

	Aksje- porteføljen	Obligasjons- porteføljen	Total- porteføljen
Referanseporteføljens valutakurv	-1,78	-0,13	-0,79
Importveiet valutakurv	-1,82	-0,05	-0,76
Amerikanske dollar	2,27	4,11	3,37
Norske kroner	0,71	2,53	1,80

Tabell 3 viser avkastningen av aksje- og obligasjonsporteføljene hver for seg. Målt i forhold til fondets valutakurv hadde begge aktivaklasser negativ avkastning i kvartalet, og avkastningen var mer negativ for aksjer enn for obligasjoner. Dette gjenspeiler kursnedgangen i aksjemarkedene i USA og Europa, se avsnitt 2.

Tabell 3 viser også avkastningstall målt i amerikanske dollar, som ble noe svekket både mot valutakurven og mot den norske kronen i tredje kvartal. Målt i dollar var fondets avkastning derfor positiv med 3,37 prosent. Dersom vi i stedet måler mot en valutakurv basert på importvekter, finner vi en negativ periodeavkastning på -0,76 prosent.

Figur 3: *Indeks for akkumulert avkastning av delporteføljene i Petroleumsfondet 1998-99. Fondets valutakurv pr. 31.12.97 = 100*



Figur 3 viser hvordan avkastningen av investeringene har økt fondets verdi siden de nye retningslinjene begynte å gjelde fra 1. januar 1998. I løpet av disse sju kvartalene har aksjeinvesteringene gitt en akkumulert avkastning på vel 26 prosent, mens obligasjonsinvesteringene har gitt om lag 8 prosent avkastning.

Meravkastningen på 0,17 prosentpoeng i tredje kvartal 1999 skyldes først og fremst at de eksterne aktive aksjeforvalterne samlet har oppnådd vesentlig høyere avkastning enn sine referanseporteføljer. Meravkastningen skyldes i hovedsak gode valg av enkeltaksjer og bare i mindre grad posisjoner med vesentlig land- eller sektorrisiko.

I tillegg til ordinær avkastning er inntekter fra forskjellige typer verdipapirlån inkludert i tallene i tabell 2 og 3. 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 4 viser at inntektene fra denne typen virksomhet i tredje kvartal utgjorde 1,4 basispunkter (det vil si 0,014 prosentpoeng) av totalporteføljen, eller om lag 25,5 millioner kroner.

Tabell 4: *Inntekter fra utlån av verdipapirer i 1999 (andeler av totalporteføljen)*

	1. kvartal	2. kvartal	3. kvartal	Hittil i 1999	
	Basispkt.*	Basispkt.	Basispkt.	Basispkt.	1000 NOK
Utlån av aksjer	0,6	1,3	0,7	2,5	45.593
Utlån obligasjoner internt	0,3	0,4	0,5	1,2	20.989
Utlån obligasjoner eksternt	0,3	0,0	0,2	0,6	10.981
Utlånsinntekter totalt	1,1	1,7	1,4	4,4	77.563

* En hundredel av et prosentpoeng

En del kostnader belastes Petroleumsfondets portefølje direkte og inngår dermed negativt i beregningen av avkastningstallene ovenfor, men ikke 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.

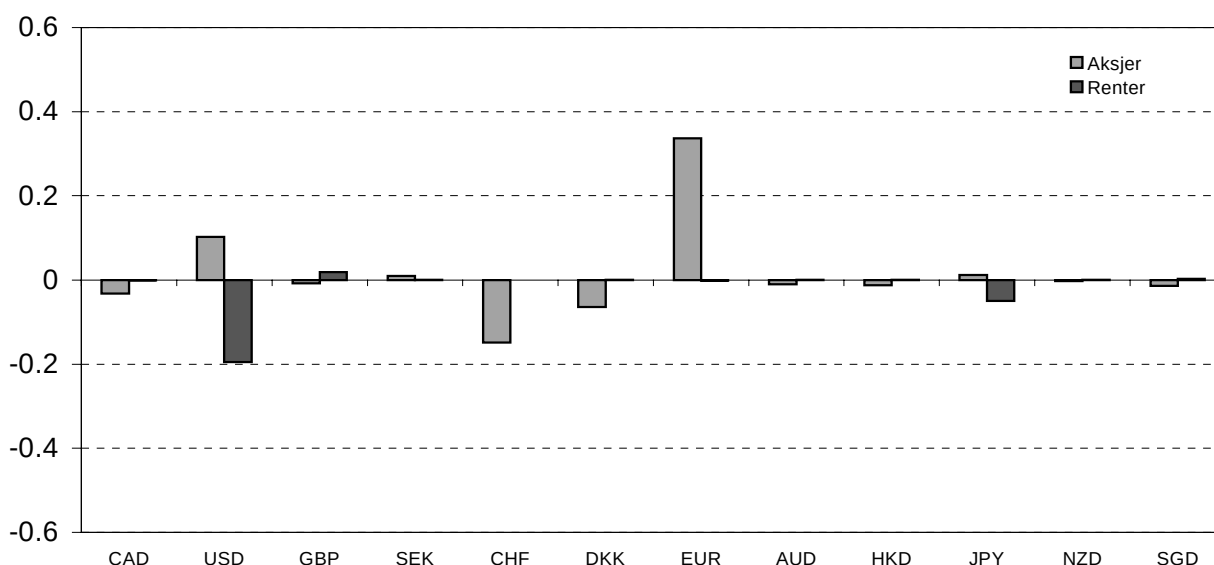
5. Risikoeksponering

5.1. Markedsrisiko

Figur 4 viser avvikene i markedseksponering mellom faktisk portefølje ved utgangen av kvartalet og den oppdaterte referanseporteføljen som skal gjelde i fjerde kvartal. Avvikene er beskjedne, og gjenspeiler i hovedsak bare det forhold at porteføljene ikke var fullt ut tilpasset den oppdaterte referanseporteføljen som er fastsatt fra 30. september.

Små avvik fra referanseporteføljen er i samsvar med en forsiktig holdning til å utnytte risikokvoten mens organisasjonen er under oppbygging. Norges Bank Kapitalforvaltning vil øke graden av aktiv forvaltning med sikte på å oppnå meravkastning, både ved bruk av eksterne aktive forvaltere og i egen forvaltning, etter hvert som organisasjonen blir bedre utbygd.

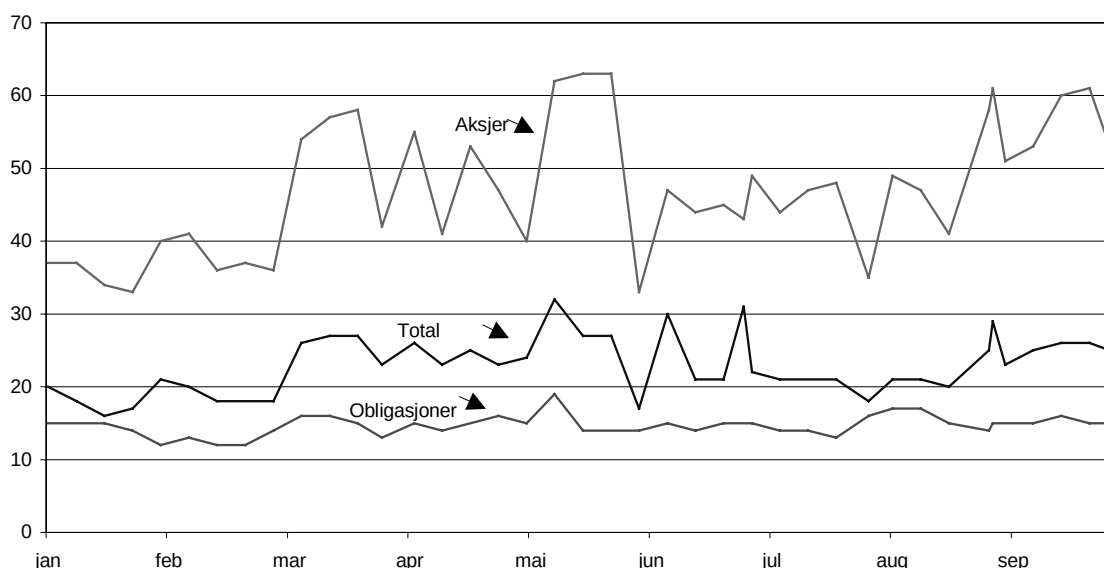
Figur 4: Vektavvik (i prosentpoeng) pr. 30. september 1999, i forhold til referanseporteføljen ved inngangen til fjerde kvartal



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. Desto lavere en setter grensen for markedsrisiko, desto snevrere blir båndet. Forventet relativ volatilitet på 1,5 prosentpoeng betyr at faktisk avkastning over tid i to av tre år vil avvike med mindre enn 1,5 prosentpoeng fra referanseavkastningen.

Figur 5: Forventet relativ volatilitet hver fredag hittil i 1999, målt i basispunkter



Figur 5 viser nivået på forventet relativ volatilitet i totalporteføljen og i aksje- og obligasjonsporteføljene gjennom årets tre første kvartaler. Volatilitetstallene for aksjer i tredje kvartal følger av omtrent samme nivå for aktiv forvaltning som i andre kvartal, med et nivå som stort sett ligger mellom 40 og 60 basispunkter. For obligasjoner har volatilitetstallene ligget stabilt mellom 10 og 20 basispunkter gjennom alle kvartalene.

Tabell 5: Obligasjonsporteføljens modifiserte durasjon fordelt på regioner

Region	30.06.99	31.07.99	31.08.99	30.09.99
Nord-Amerika	5,18	5,21	5,24	5,21
Asia	5,46	5,68	5,58	5,69
Europa	5,28	5,17	5,03	5,15

Etter Finansdepartementets forskrift skal gjennomsnittlig modifisert durasjon i obligasjonsporteføljen 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 i alle obligasjonsmarkeder stiger med ett prosentpoeng. Tabell 5 viser at kravet til modifisert durasjon er oppfylt med god margin,

ikke bare for hele obligasjonsporteføljen, men også i hver av de tre regioner fondet er investert i. Endringene over tid gjenspeiler i hovedsak endringer i referanseporteføljen.

5.2. Kredittrisiko

Tabell 6 viser sammensetningen av obligasjonsporteføljen basert på kredittvurderingene til Moody's og Standard & Poor's (S&P). Beste klasse for kredittvurdering er vist øverst i tabellen. Jo lenger ned i tabellen en går, desto dårligere er klassen for kredittvurdering. Nederst kommer de obligasjonene som ikke har noen rating fra de to byråene.

Tabell 6: *Obligasjonsporteføljen pr 30. september 1999 fordelt etter kredittvurdering (markedsverdi i millioner kroner)*

Moody's			Standard & Poor's		
Karakter	Markedsverdi	Del av total	Karakter	Markedsverdi	Del av total
+++ [*]	95.263	79,9%	+++	96.267	80,7%
Aaa	12.054	10,1%	AAA	13.331	11,2%
Aa1	7.064	5,9%	AA+	2.721	2,3%
Aa2	672	0,6%	AA	909	0,8%
Aa3	142	0,1%	AA-	245	0,2%
Lavere	185	0,2%	Lavere	-	-
Ingen rating	3.875	3,3%	Ingen rating	5.783	4,9%
Sum	119.255	100,0%	Sum	119.255	100,0%

^{*}Karakteren +++ er gitt til verdipapir som er utstedt av en stat i landets egen valuta. I tillegg er kontanter inkludert i klassen +++.

25 obligasjoner i Petroleumsfondets portefølje er ikke klassifisert av Moody's, og 49 obligasjoner er ikke klassifisert av S&P. Alle disse anses å ha enten eksplisitt eller implisitt statsgaranti

5.3. Overholdelse av forskriften

Tabell 7 gir en oversikt over de grenser for risikoeksponering som gis i Finansdepartementets forskrift, og den tilpasning som faktisk har vært gjort i løpet av kvartalet. Tallene gjenspeiler at forvaltningen har skjedd innenfor forskriftens grenser.

Tabell 7: Forskriftens grenser for risikoeksponering

Para graf	Risiko	Grenser	Faktisk 30.06.99	Faktisk 31.07.99	Faktisk 31.08.99	Faktisk 30.09.99
§ 4	Markedsrisiko	Maksimalt 1,5 prosentpoeng relativ volatilitet	0,31%	0,18%	0,29%	0,24%
§ 5	Aktivafordeling	Obligasjoner 50-70% Aksjer 30-50%	59,8%	60,1%	60,0%	59,8%
			40,2%	39,9%	40,0%	40,2%
§ 6	Valutafordeling	Europa 40-60%	49,0%	49,8%	49,5%	49,4%
		Amerika 20-40%	30,6%	29,3%	29,0%	29,3%
		Asia/Oseania 10-30%	20,4%	21,0%	21,6%	21,3%
§ 7	Renterisiko	Modifisert durasjon 3-7	5, 31	5,23	5,25	5,23
§ 8	Kredittrisiko*	Maks 20% i bankinnskudd	7,3%	7,0%	5,3%	7,6%
§ 10	Maksimal eierandel	Maks 1 % av et selskap	0,33%	0,37%	0,40%	0,40%

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

6. Kostnader

Tabell 8 gir en oversikt over kostnader ved forvaltningen av Statens petroleumsfond i de tre første kvartalene i 1999. 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.

Kostnadene i tabellen omfatter ikke avskrivninger på oppstarts- og investeringskostnader. Omregning til kostnader på årsbasis kan derfor ikke bli helt riktig. Med dette forbeholdet viser tabellen kostnader som på årsbasis utgjør om lag 0,120 prosent av gjennomsnittlig portefølje for aksjer og 0,045 prosent av gjennomsnittlig portefølje for obligasjoner.

For hele porteføljen er forvaltningskostnadene på årsbasis om lag 0,076 prosent av gjennomsnittlig markedsverdi de tre første kvartalene. Kostnadene er blitt lavere enn forventet, særlig fordi aktiv ekstern forvaltning har hatt mindre omfang. Men kostnadene er likevel høyere enn i 1998. Dette skyldes særlig en høyere aksjeandel enn Petroleumsfondet gjennomsnittlig hadde i 1998. Det er dessuten et større innslag av aktiv forvaltning, og en bedre utbygd forvaltningsorganisasjon.

Tabell 8: Regnskapsførte forvaltningskostnader de tre første kvartalene i 1999
(1000 kroner)

	3. kvartal 1999	Hittil i år
Honorar til eksterne aksjeforvaltere	11.373	29.832
Honorar til aksjedepot	3.270	9.178
Interne kostnader i aksjeforvaltningen	7.224	25.572
Sum aksjeforvaltning	21.867	64.582
Honorar til obligasjonsdepoter/forvaltere	1.371	6.016
Interne kostnader i obligasjonsforvaltningen	8.100	28.713
Sum obligasjonsforvaltning	9.471	35.730
SUM FORVALTNINGSKOSTNADER	31.337	100.312

Forvaltningsavtalen mellom Finansdepartementet og Norges Bank fastsetter prinsippene for den godtgjøring Norges Bank skal motta for å utføre forvaltningen av Petroleumsfondets porteføljer. Utgangspunktet er at godtgjøringen skal dekke de kostnader banken har. For 1999 er godtgjøringssatsene revidert på grunnlag av den informasjon som forelå pr 1. september, og utgjør nå 0,14 prosent av gjennomsnittlig aksjeverdi i referanseporteføljen og 0,055 prosent av gjennomsnittlig obligasjonsverdi i referanseporteføljen. Dette svarer til en gjennomsnittlig godtgjøring på 0,089 prosent av Petroleumsfondets markedsverdi gjennom året.

VEDLEGG 1

Regnskapsrapportering for Statens petroleumsfond pr. 3. kvartal 1999

Petroleumsfondets portefølje pr. 30.09.99

Etter 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 13,5 mrd. kr. fra Finansdepartementet i 3. kvartal, hensyntatt regnskapsført opptjent avkastning og påløpt forvaltningsgodtgjørelse for perioden 01.01.99-30.09.99 utgjør samlet kr. 194.520.504.935,18 pr. 30.09.99.

Pr. 30.09.99 fordeler porteføljen seg på følgende instrumenter (i tillegg fremgår sammenligningstall for perioden 30.09.98 – 30.06.99):

Tall i hele tusen kroner

Instrument	30.09.98	31.12.98	31.03.99	30.06.99	30.09.99
Bankinnskudd	7 094 356	5 891 261	5 169 653	4 832 902	12 239 782
Utenlandske statskasseveksler	333 606	492 384	188 041	778	958
Utenlandske ihendehaverobligasjoner	85 457 847	97 836 191	96 215 947	109 443 883	120 833 796
Aksjer i utlandet	45 949 356	64 245 807	63 130 493	65 808 642	69 362 718
Utlån i utlandet	3 710 759	8 000 533	8 821 665	13 061 743	22 320 902
Opptjente, ikke forfalte renter	1 924 493	2 361 879	2 005 396	2 016 937	2 492 667
Opptjent dividende inkl. kildeskatt	101 078	98 578	230 555	123 360	171 956
Reguleringer av terminkontrakter	-14 825	-7 610	1 176	17 113	-3 397
Innlån utenlandske banker	-4 297 802	-11 215 049	-10 179 699	-20 915 914	-32 786 739
Påløpte ikke forfalte renter	-84	-118	-	35	-34
Diverse gjeld	-49 153	-77 362	-116 167	-78 048	-112 104
Total portefølje	140 209 631	167 626 494	165 467 060	174 311 431	194 520 505

Plasseringene i utenlandsk valuta er omregnet til norske kroner etter markedskurser pr. 30.09.99 notert på WM Reuters London 4.00 P.M. Porteføljen av utenlandske verdipapirer er verdsatt til laveste verdi av gjennomsnittlig anskaffelseskost og markedsverdi pr. 30.09.99.

Pr. 30.09.99 var det kjøpt børsnoterte futureskontrakter med samlet markedsverdi 8.353,3 millioner kroner. På samme tidspunkt var det futures salgskontrakter med samlet markedsverdi 6.308,7 millioner kroner. Pr. 30.09.99 var det kjøpt valuta på termin med samlet verdi 2.788,8 millioner kroner og solgt valuta på termin til 2.788,8 millioner kroner.

Petroleumsfondets regnskapsmessige avkastning pr. 30.09.99

Etter forskrift for forvaltning av Statens petroleumsfond § 3 skal Norges Banks bokførte avkastning på de utenlandske plasseringene tillegges Statens petroleumsfonds kronekonto. Bokført (akkumulert) avkastning på kronekonto pr. 30.09.99 består av følgende komponenter (i tillegg fremgår sammenligningstall for perioden 30.09.98 – 30.06.99):

Tall i hele tusen kroner

Bokført avkastning	30.09.98	31.12.98	31.03.99	30.06.99	30.09.99
Rentelementer	4 156 859	5 566 546	1 434 999	2 884 090	4 472 358
Dividende	573 341	705 588	280 076	680 199	952 464
Valutakursregulering	3 291 827	13 149 314	-4 626 848	-5 342 681	-845 023
Urealisert verdipapirtap	-3 464 140	-60 969	-16 235	-387 934	-264 876
Realisert verdipapirgevinst	568 552	857 559	676 272	848 908	933 421
Kurtasje	-7 302	-12 245	-3 813	-7 571	-10 137
Resultat terminhandel valuta	-109 876	-4 158	3 508	4 498	-7 237
Gevinst futures	166 806	1 369 864	115 474	68 276	262 948
Bokført avkastning på plasseringer	5 176 067	21 571 499	-2 136 567	-1 252 215	5 493 918
Påløpt forvaltningsgodtgjørelse	-53 200	-77 362	-40 140	-80 120	-117 180
Netto opptj. bokført avkastning	5 122 867	21 494 137	-2 176 707	-1 332 335	5 376 738

Bokført akkumulert avkastning pr. 3. kvartal 1999 er positiv. Hovedårsaken er at renteelementer viser en inntekt på 4.472,4 mill. kr, samtidig som den norske kronen har svekket seg mot valutaene i porteføljen.

Bokført avkastning bygger på de samme regnskapsprinsipper som Norges Banks regnskap. Dette innebærer bruk av laveste verdis prinsipp. Inntekter og kostnader i valuta er omregnet til norske kroner etter kursen på transaksjonstidspunktet og periodisert i henhold til regnskapsprinsippet. Laveste verdis prinsipp gir ikke uttrykk for markeds-messig avkastning på plasseringer i perioden.

Beregnet påløpt forvaltningsgodtgjørelse pr. 30.09.99 utgjør 117,2 millioner kroner.

VEDLEGG 2

Metodegrunnlag for avkastningsberegningene

Avkastningen beregnes etter markedsverdi prinsippet, dvs. at porteføljene verdsettes til de aktuelle markedspriser ved beregningsperiodens slutt. Alle avkastningskomponenter, dvs. rentekostnader og -inntekter, beholdningsendringer og verdipapirprisendringer, er inkludert i avkastningen og periodisert til riktig beregningsperiode. Handedato benyttes ved periodisering av inngåtte, ikke oppgjorte transaksjoner i verdi- og resultatberegningen. Avkastningen sammenlignes med avkastningen på referanseporteføljen. Det benyttes relativ geometrisk avkastning.

For å eliminere effekten av inn- og utbetalinger til og fra porteføljen bør man bruke tidsvektet avkastning ved sammenligning mot en referanseportefølje. Da kreves det at man beregner markedsverdien av porteføljen ved hvert kontantstrømtidspunkt og finner avkastningen som endring i markedsverdi. Slik finner man en avkastningsindeks ved hvert kontantstrømtidspunkt. Ut fra de enkelte avkastningsindekser finner man avkastningen for en periode ved å multiplisere de enkelte avkastningsindekser.

Norges Bank har foreløpig kvalitetssikrede markedsverdier kun ved månedsslutt, og har derfor ikke kunnet beregne en tidsvektet avkastning internt i måneden. I stedet er det brukt en pengevektet metode, der den prosentvise månedlige avkastningen på Statens petroleumsfond er beregnet ved å fordele de enkelte kontantstrømmer på inngående verdi og utgående verdi, og avkastningen finnes ved å dele porteføljens justerte sluttverdi med den justerte startverdien.

Metoden for å beregne den prosentvise *månedlige* avkastningen beskrives ved følgende formel:

$$y = \left[\left(\frac{V_2 - \frac{\sum_i i \cdot d_i}{T}}{V_1 + \frac{\sum_i (T-i) \cdot d_i}{T}} \right) - 1 \right] \cdot 100$$

der y = avkastning for delperioden
 V_1 = porteføljens verdi ved start (inkl. renter)
 V_2 = porteføljens verdi ved slutt (inkl. renter)
 T = antall dager i perioden
 i = dag-nummer i perioden
 d_i = totalt transaksjonsbeløp på dag nr. i

For lengre perioder, som *kvartalsavkastning* og *hittil i år avkastning*, multipliseres månedenes avkastningsindekser, dvs at denne avkastningen er en tidsvektet avkastning av de enkelte måneders avkastning.

Avkastningen beregnes både i norske kroner og i lokal valuta ved bruk av metoden beskrevet ovenfor. 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 formel 1. WM-Reuters valutakurser benyttes ved omregning fra lokal valuta til norske kroner. Disse valutakurser fastsettes kl. 16:00 London-tid.

Den totale avkastningen i lokal valuta, målt mot beregnet valutafordeling til faktisk portefølje, er beregnet ved å vekte hver enkeltvalutas avkastning med vedkommende valutas andel av totalporteføljen. Andelene regnes som de enkelte valutaers markedsverdi i prosent av markedsverdien av totalporteføljen ved inngangen av måleperioden, regnet i norske kroner.

Kroneavkastningen beregnes som differansen mellom avkastningen i norske kroner og lokal valuta. Dette er funnet som den mest korrekte måte å splitte avkastningen mellom valutakursavkastning og rente-/aksjeavkastning. Kroneavkastningen kan igjen splittes i to komponenter: En del som viser referanseporteføljens kroneavkastning, og en del som tilsvarer den kroneavkastning fondet har oppnådd ved å avvike fra referanseporteføljens valutafordeling. Ved å legge sammen sistnevnte del av kroneavkastningen med avkastningen i lokal valuta beregnet med valutafordeling til faktisk portefølje, får vi avkastningen i lokal valuta målt i referanseporteføljens valutafordeling.

Avkastningsberegningene utføres i separate modeller som ikke er fullt ut avstemt mot regnskapssystemet. Det foretas imidlertid en rimelighetsvurdering. I avkastningsberegninger benyttes markedsverdier basert på handledato, og ikke "prinsippet om laveste verdi" og valuteringsdato som i regnskapet. Det kan derfor forekomme avvik i beregnet avkastning mellom de to systemene. Avvik kan også skyldes forskjeller i prising av verdipapirer. Norges Bank har som siktemål å automatisere avkastningsberegningene, samt å etablere rutiner som fullt ut forklarer forskjeller i verdiberegninger fra avkastning basert på regnskapsprinsipper.

Referanseporteføljen

Norges Bank benytter referanseporteføljer i forvaltningen av Statens petroleumsfond. Disse gir uttrykk for en langsiktig investeringsstrategi, og gjenspeiler retningslinjene for rente-, valuta- og kredittrisiko.

Referanseporteføljens sammensetning

Referanseporteføljen består av en aksjereferanse, Financial Times / Standard & Poor's Actuaries World Indices (FT/S&P), og en obligasjonsreferanse, Salomon Smith Barney World Government Bond Indexes (WGBI). Ved inngangen av hvert kvartal skal det være 60 prosent i obligasjoner og 40 prosent i aksjer. Innen kvartalet flyter fordelingen mellom de to aktivaklasser avhengig av markedsutviklingen.

Aksjereferansen:

Aksjereferanseporteføljen 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 land (i §6 i forskrift av 3. oktober 1997) etter markedsverdier målt ved FT/S&P- Actuaries indeksene. Innen kvartalet endres både land- og regionsvektene avhengig av markedsutviklingen.

Noen av hovedprinsippene for sammensetningen av FT/S&P-Actuaries indeksene er følgende (jf. teknisk dokument "Ground Rules for the Construction and Maintenance of the FT/S&P Actuaries World Indices, January 1997 - Version 1.1.2"):

- Indeksene justeres og kalkuleres daglig.
- Valutakurser: WM/Reuter sluttkurser.
- Priser: Normalt midtkurs ved markedsslutt eller siste noterte omsetningskurs.

For Petroleumsfondet gjaldt følgende landvekter ved inngangen til hver måned i tredje kvartal 1999:

Tabell 1: Landvekter i aksjereferansen (%)

Land	30.06.99	31.07.99	31.08.99
USA	28,87	27,59	27,22
Canada	1,13	1,11	1,09
Sum Nord-Amerika	30,00	28,70	28,31
Østerrike	0,18	0,17	0,17
Belgia	1,05	1,05	1,09
Sveits	4,54	4,67	4,65
Tyskland	6,54	6,39	6,43
Danmark	0,51	0,53	0,53
Spania	1,98	1,88	1,92
Finland	1,18	1,18	1,14
Frankrike	6,51	6,51	6,67
Storbritannia	17,98	18,09	17,91
Irland	0,33	0,35	0,35
Italia	3,35	3,18	3,23
Nederland	3,91	3,98	4,06
Portugal	0,28	0,28	0,27
Sverige	1,65	1,70	1,70
Sum Europa	50,00	49,96	50,11
Australia	1,68	1,66	1,59
Hong Kong	1,86	1,78	1,78
Japan	15,90	17,33	17,68
New Zealand	0,13	0,13	0,12
Singapore	0,43	0,42	0,41
Sum Asia/Oceania	20,00	21,33	21,58

Obligasjonsreferansen:

Obligasjonsreferanseporteføljen 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. Fra 1. desember 1998 benyttes BNP-vekter og gjennomsnittlige valutakurser for 1997. Innen kvartalet flyter land- og regionsvektene avhengig av markedsutviklingen.

For hvert land benyttes Salomon Smith Barneys World Government Bond Indexes (WGBI). Noen av hovedprinsippene for sammensetningen av denne indeksen er følgende (jf. teknisk dokument "Salomon Smith Barney Global Index Catalog, February 1998"):

- Indeksen måler avkastningen på følgende 18 statsobligasjons-markeder: Australia, Østerrike, Belgia, Canada, Danmark, Finland, Frankrike, Tyskland, Irland, Italia, Japan, Nederland, Portugal, Spania, Sverige, Sveits, Storbritannia og USA.
- Indeksene består av obligasjoner med minst ett år til forfall.
- Obligasjonene har fast kupong.
- Hver obligasjon har en vekt tilsvarende markedsverdien.
- Forfall av kuponger investeres i det lokale pengemarkedet frem til første månedsskifte.
- Indeksene justeres ved hvert månedsskifte.
- Indeksene kalkuleres daglig.
- Månedlig kalkuleres indeksene til kvalitetssikrede priser.

For Petroleumsfondet gjaldt følgende landvekter ved inngangen til hver måned i tredje kvartal 1999:

Tabell 2: Landvekter i obligasjonsreferansen (%)

Land	30.06.99	31.07.99	31.08.99
USA	27,90	27,22	27,16
Canada	2,10	2,01	2,02
Sum Nord-Amerika	30,00	29,23	29,18
Østerrike	1,30	1,30	1,28
Belgia	1,50	1,51	1,48
Sveits	1,60	1,63	1,59
Tyskland	12,80	12,86	12,66
Danmark	1,00	1,00	0,98
Spania	3,20	3,21	3,15
Finland	0,70	0,70	0,69
Frankrike	8,50	8,53	8,39
Storbritannia	7,80	7,76	7,78
Irland	0,40	0,40	0,39
Italia	7,00	7,03	6,92
Nederland	2,20	2,21	2,17
Portugal	0,60	0,60	0,59
Sverige	1,40	1,40	1,38
Sum Europa	50,00	50,12	49,45
Australia	1,70	1,65	1,60
Japan	18,30	19,00	19,77
Sum Asia/Oceania	20,00	20,65	21,37