

Utfordringer i drift av porteføljer og styringen av risiko

Flere forhold gjør forvaltningen av Statens petroleumsfond til en enestående oppgave også i internasjonal sammenheng: Det tilføres hvert kvartal store beløp til investering i markedene, samtidig som resultatet av forvaltningen måles løpende, med store krav til styring av risiko og åpenhet om resultater og kostnader. Over tid vil transaksjonskostnadene knyttet til å investere nye midler utgjøre en vesentlig kostnad i forvaltningen. Norges Bank legger derfor stor vekt på å innrette virksomheten slik at transaksjonskostnadene holdes lavest mulig. Videre er det klare mål om å overvåke risikoen og å følge resultatbidragene i forvaltningen med stor grad av presisjon. I denne artikkelen presenteres de viktigste drifts- og styringsoppgaver i den operative forvaltningen av Petroleumsfondet.

Investering av nye midler

Petroleumsfondet er siden starten tilført 314 milliarder kroner til investering i de internasjonale kapitalmarkedene. En viktig del av forvaltningen er å foreta disse investeringene på billigst mulig måte. Særlig det siste året har det vært svært viktig å fokusere på denne delen av forvaltningsoppgaven.

Tilførsel av nye midler til Petroleumsfondet portefølje av internasjonal valuta over et år avhenger av overskuddet på statsregnskapet for året. Siden den nøyaktige størrelsen på

overskuddet først blir kjent i ettertid, fastsettes overføringene ut fra Finansdepartementets anslag på overskuddet. Dagens ordning er at dette overføringsbeløpet fordeles på fire overføringsdager i løpet av året, mens forskjellen mellom forventet og faktisk overskudd på statsregnskapet jevnes ut i forbindelse med den første overføringen neste år.

Rent teknisk skjer overføringen av midler ved at Finansdepartementet flytter norske kroner fra statens folio-konto over til Petroleumsfon-

det kronekonto i Norges Bank. Norges Bank Kapitalforvaltning sørger samtidig for å overføre fordringer for et tilsvarende beløp i utenlandsk valuta fra valutareservene til Petroleumsfondets internasjonale portefølje.

Valutafordringene som skal over til Petroleumsfondet, tas i dag fra en særskilt delportefølje innen valutareservene. Denne Petrobufferporteføljen mottar på forhånd valutafordringer fra to kilder. For det første mottas løpende valutainntekter fra SDØE (Statens

direkte økonomiske engasjement i petroleumsvirksomheten), uten noen omvei om norske kroner. For det andre kjøper Markedsoperasjonsavdelingen i Norges Bank daglig valuta i markedet, som overføres til Petrobufferporteføljen.

Forvaltningen av Petrobufferporteføljen sikrer altså at kjøpene av internasjonale verdipapirer skjer over tid og ikke kun på de dagene Finansdepartementet overfører midler til Petroleumsfondet. Dette er en oppgave Norges Bank har påtatt seg for å redusere om-

Tabell 1: Kostnader ved investering av nye midler i aksjemarkedene i 2000. Tusen kroner og basispunkter (hundredeler av et prosentpoeng)

Dato for tilførsel	31. mars	30. juni	29. sept.	30. nov.	Sum 2000	Basispkt.
Beløp investert	6 495 276	18 063 224	19 205 304	20 687 790	64 451 594	
Kostnader ved kjøp av aksjefutures						
- direkte	109	1 091	1 332	1 409	3 941	0,6
- indirekte	6 411	5 506	19 489	10 482	41 888	6,5
Kostnader ved kjøp av fysiske aksjer						
- direkte	8 021	23 822	40 124	14 288	86 254	13,4
- indirekte	2 793	2 350	7 964	15 504	28 612	4,4
Sum transaksjonskostnader	17 335	32 769	68 909	41 682	160 695	24,9

fanget av og kostnadene ved kjøp og salg av verdipapirer og valuta, regnet samlet for valuta-reservene og Petroleumsfondet. Begge porteføljer er i siste instans statlig formue, og det er fornuftig å se forvaltningen av dem i sammenheng.

Petrobufferporteføljen består i hovedsak av statsobligasjoner utstedt av de land Petroleumsfondet kan investere i, og av futurekontrakter på aksjeindekser i de samme landene.

Verdien av en futurekontrakt følger tilnærmet verdien av den underliggende aksjeindeksen, og kontrakten gir dermed nær samme avkastning som om en hadde kjøpt alle de enkeltaksjer som inngår i indeksen. Motverdien av futurekontraktene holdes som kontantinnskudd i store banker med høy kreditt-rating. Markedene for slike futurekontrakter er svært likvide og har lave transaksjonskostnader. Det er dermed en billig måte å oppnå eksponering mot aksjemarkedene på.

Det er imidlertid ikke hensiktsmessig å beholde futurekontrakter over lang tid, fordi det da med jevne mellomrom vil påløpe kostnader til rulle-ring av kontraktene. Når fordringene blir overført til Petroleumsfondet, vil futurekontraktene derfor i løpet av kort tid bli solgt. I stedet vil det bli kjøpt enkeltaksjer. Til en viss grad kan tidspunktene for slike handler velges med sikte på å oppnå lave transaksjonskostnader. Et eksempel kan være at en annen stor investor ønsker å selge en aksjeportefølje som passer for Petroleumsfondet, slik at det kan gjennomføres en såkalt «crossing» mellom Petroleumsfondet og denne investoren. Det betyr at handelen avtales utenom det ordinære meglerapparatet. Men de største volumene handles som programhandler i det ordinære markedet, det vil si at det leg-



ges inn kjøpsordrer for svært mange ulike aksjer samtidig.

Tabell 1 gir en oversikt over Petroleumsfondets kostnader ved å investere nye midler i aksjer i 2000. Petroleumsfondet ble i løpet av året tilført 150 milliarder kroner fra Finansdepartementet. Av dette ble 64,5 milliarder investert i aksjemarkedene. Ved kjøp av futurekontrakter påløper direkte kostnader til gjennomføring og avregning av handelen, men disse kostnadene er små. Viktigere er de indirekte kostnader som kan påløpe ved at prisene på futurekontraktene ikke nøyaktig gjenspeiler prisene på de underliggende aksjene. Det er en tendens til slik skjevprising rundt hvert kvartalsskifte, som er tidspunktet da futurekontraktene i Petrobufferporteføljen normalt overføres til Petroleumsfondet. I 2000 utgjorde slik skjevprising en kostnad på 0,065 prosent eller 6,5 basispunkter av totalt investert beløp. (For Petrobufferporteføljen og Petroleumsfondet sett under ett er dette imidlertid ikke en kostnad.)

Kostnadene ved kjøp av fysiske aksjer er høyere. De direkte kostnadene omfatter meglerhonorarer og omsetnings-skatter. Samlet meglerkommissjon utgjorde 4 basispunkter, mens skatter og avgifter utgjorde 9,4 basispunkter – til sammen 13,4 basispunkter av totalt investert beløp. Omset-

ningsskatten er særlig høy i Storbritannia, der 17 prosent av aksjeporteføljen blir investert. De indirekte kostnadene består av forskjellen mellom den kjøpskurs som ble oppnådd og gjennomsnittlig omsetningskurs den dagen handelen ble gjennomført. Avvik her kostet 4,4 basispunkter av totalt investert beløp. Dette anses som meget lavt.

Til sammen var kostnadene ved å investere 64,5 milliarder kroner i aksjemarkedene på 160,7 millioner kroner, som utgjør 24,9 basispunkter av investert beløp (og 11 basispunkter av den samlede aksjeporteføljen). Dette er et kostnadsnivå i underkant av det som er normalt når nye midler skal investeres. Fordi tilførselen i 2000 var så stor, ble investeringskostnadene også en betydelig belastning for resultatet av aksjeforvaltningen. Uten disse investeringskostnadene ville avkastningen på Petroleumsfondets aksjeportefølje vært om lag 11 basispunkter høyere.

Petroleumsfondets renteportefølje ble i 2000 tilført 85,5 milliarder kroner. Kostnadene ved kjøp av rentepapirer er langt lavere enn ved kjøp av aksjer. Det betales verken meglerhonorar eller omsetnings-skatter. Kostnadene påløper i stedet ved at det er forskjell på kjøps- og salgskurser i markedene. Petroleumsfondet må kjøpe til kjøpskurser som er

høyere enn de salgskurser som brukes ved beregning av avkastningen på referanseporteføljen. En stor del av obligasjonene som tilføres Petroleumsfondet kjøpes inn i Petrobufferporteføljen og overføres ved kvartalsskifte til midtkurs mellom kjøps- og salgskurser.

Innenfor Petroleumsfondet ble det i 2000 gjennomført rentehandling med en markedsverdi på om lag 35 milliarder kroner som ledd i innfasingen av nye midler. Dette er langt mindre enn tilført beløp, fordi de fleste kjøpene som nevnt foretas i Petrobufferporteføljen før overføring til Petroleumsfondet. De 35 milliardene var fordelt på om lag 200 handler med 30 forskjellige motparter. Resultatet av hver og en av disse handlene ble målt i forhold til kursene som brukes ved verdsetting av referanseporteføljen, det vil si mot sluttkursene de dagene da handlene ble gjort. Målt mot disse referansekursene ga handlene i gjennomsnitt et positivt resultat for Petroleumsfondet, til tross for den forventede spreadkostnaden.

Til Petrobufferporteføljen ble det i 2000 kjøpt aksjefutures for mer enn 60 milliarder kroner og obligasjoner for mer enn 90 milliarder. I tillegg ble det foretatt valutatransaksjoner til en verdi av mer enn 50 milliarder kroner. Kostnadene ved disse transaksjonene kan anslås til 30-50 millioner kroner. Innen forvaltningen av obligasjoner er dette i hovedsak kostnader som ville påløpt også om formålet kun var å bygge opp valuta-reservene. Kostnadene ved å kjøpe eksponering i aksjemarkedet gjennom aksjefutures er noe høyere. Norges Bank anser at meravkastningen over tid ved å være eksponert i aksjemarkedet mer enn oppveier disse merkostnadene.

Rebalansering av Petroleumsfondets portefølje

Finansdepartementet har definert en referanseportefølje for forvaltningen av Petroleumsfondet (se beretningsdelen). Referanseporteføljen konkretiserer strategien til eieren av fondet og er samtidig et utgangspunkt for å måle Norges Banks prestasjoner som operativ forvalter.

Referanseporteføljen består av de aksjer som inngår i FTSE-indeksen i de land aksjeporteføljen kan investeres i, og av de statsobligasjoner som inngår i Salomon Smith Barney-indeksen i de land renteporteføljen kan investeres i. Dette er anerkjente indekser som brukes av mange internasjonale investorer. Indeksene er nærmere beskrevet i en temaartikkel om «Sammensetningen av Petroleumsfondets portefølje» i årsrapporten for 1998.

De ulike landindeksene for aksjer og obligasjoner veies sammen slik at aksjeandelen blir 40 prosent og obligasjonsandelen 60 prosent, og videre slik at fordelingen på regionene Europa, Amerika og Asia/Stillehavsområdet blir 50/30/20. Innen hver region brukes samlet markedsverdi av de selskaper som inngår i FTSE-indeksen som vekter for aksjeporteføljen, mens landenes brutto nasjonalprodukt brukes som vekter for obligasjonsporteføljen. Se temaartikkelen det er vist til ovenfor for en mer detaljert beskrivelse av dette.

Landvektene fastsettes ved hvert kvartalsskifte, og er deretter faste gjennom kvartalet. Det betyr at andelene til de to aktivklassene og til de tre regionene innen hver aktivklasse vil bli endret som en følge av endringer i markedsprisene. Dersom aksjekursene gjennom kvartalet stiger relativt mer enn obligasjonskursene, vil aksjeandelen i referanseporteføljen bli høyere enn de 40 prosent den skal være. Dersom aksjekursene i Europa stiger relativt mer enn aksjekursene i Amerika og Japan/Stillehavsområdet, vil Europaandelen i aksjedelen av porteføljen bli høyere enn de 50 prosent den skal være, og så videre.

Sammensetningen av referanseporteføljen blir derfor oppdatert med jevne mellomrom, slik at en kommer tilbake til de vektene som Finansdepartementet har lagt til grunn. En slik oppdatering kalles en rebalansering og gjøres vanligvis ved hvert kvartalsskifte. Når referanseporteføljen oppdateres på denne måten, vil den faktiske porteføljen til Petroleumsfondet bli tilpasset den nye referanseporteføljen. Siden det drives aktiv forvaltning av Petroleumsfondet, med planlagte avvik fra referanseporteføljen, skal likevel ikke den faktiske porteføljen bli helt lik referanseporteføljen. Men de avvikene som ikke er planlagt som en del av den aktive forvaltningen, vil bli eliminert.

Rebalanseringen av den faktiske porteføljen er en omfattende prosess som krever stor ressursinnsats i Norges Bank Kapitalforvaltning de dagene den pågår. Omfanget av kjøp og salg av verdipapirer avhenger i utgangspunktet av hvor store avvik det er som skal korrigeres. Helt presis informasjon om det får vi ikke før vi kjenner alle eksterne forvalteres porteføljer og markedsprisene den dagen da rebalanseringen skjer. Det vil si at informasjonen kommer i ettertid. Handlene som gjennomføres på rebalanseringsdagen må derfor bygge på porteføljesammensetningen og markedsprisene dagen før. Det gjøres deretter en framskriving på grunnlag av gjennomsnittlig markedsutvikling, men helt presist blir ikke dette. Det må derfor gjøres noen korreksjoner de første dagene etterpå.

Dersom rebalansering skulle gjennomføres i en portefølje som ikke får nye tilførsler av midler, ville behovet for kjøp og salg av verdipapirer kunne bli svært stort. Petroleumsfondet er i den heldige stilling at det regelmessig får tilført nye midler. For å begrense tallet på transaksjoner foretas rebalansering alltid på en dag da det samtidig overføres nye midler til fondet.

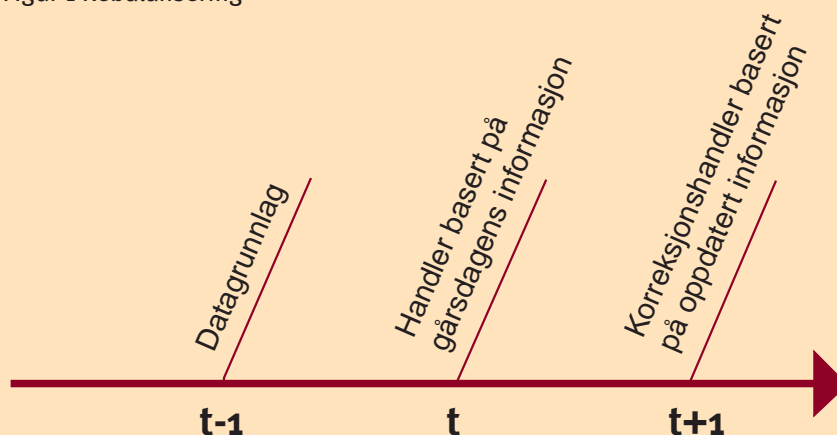
Det betyr at man vanligvis ikke trenger å selge verdipapirer. Man kan i stedet tilpasse kjøpene av nye verdipapirer slik at de sammen med den gamle porteføljen passer til den nye referanseporteføljen. Dersom man for eksempel skal redusere aksjeandelen i Petroleumsfondets faktiske portefølje, oppnås det ved at man i hovedsak bruker de nye midlene til å kjøpe obligasjoner.

Verken i rente- eller aksjeporteføljen ble det nødvendig å selge papirer som ledd i rebalanseringen i 2000. Det påløp dermed ikke større kostnader enn de som følger av at nye midler skulle investeres, se ovenfor.

Dagens regime er altså rebalansering ved hvert kvartalsskifte og i hovedsak fast referanseportefølje innenfor kvartalet. Det fungerer bra så lenge overføringene av nye midler til fondet er store i forhold til størrelsen på fondet. Men dersom overføringene blir relativt mye mindre, kan det bli nødvendig å foreta samtidige salg og kjøp av papirer som et ledd i rebalanseringen. Transaksjonsvolumene kan tenkes å bli svært store dersom markedene i ulike aktivklasser og regioner har beveget seg i ulike retninger.

Det forhold at fondet vokser medfører at overføringsbeløpene over tid vil bli mindre, regnet som andel av fondet. Forventede transaksjonskostnader på grunn av rebalansering vil da øke. Det er mulig å motvirke dette ved å redusere rebalanseringsfrekvensen. Det vil i så tilfelle medføre større og mer langvarige avvik fra det definerte utgangspunktet for vektene i referanseindeksen.

Figur 1 Rebalansering



Etablering av porteføljer til ekstern forvaltning

Ved utgangen av 2000 var 79 prosent av Petroleumsfondets aksjeportefølje og 10 prosent av renteporteføljen forvaltet av eksterne forvaltere. Av aksjeporteføljen var om lag halvparten hos eksterne indeksforvaltere, mens nesten en fjerdedel var hos eksterne aktive forvaltere. All ekstern forvaltning i renteporteføljen var i aktive mandater, og andelen av slik ekstern forvaltning vil antakelig øke noe framover. Petroleumsfondet har også eksterne aktive forvaltere innen taktisk aktivaallokering. Disse har bare mindre porteføljer, men har likevel en betydelig ramme for å ta aktive beslutninger.

De eksterne forvalterne får overført ferdig investerte porteføljer fra Norges Bank, både når de får midler for første gang og når de eventuelt får økte midler til forvaltning. Den viktigste grunnen til at Norges Bank selv gjennomfører disse transaksjonene er Norges Banks ansvar for at Petroleumsfondets midler blir investert til lave transaksjonskostnader. Norges Bank er i særstilling med de store beløp som hvert år skal inn i markedene, og har derfor utviklet spesialkompetanse for denne typen virksomhet. Bedre kompetanse på disse om-

rådene i Norges Bank enn hos de eksterne forvalterne er en viktig grunn til at banken velger selv å etablere porteføljene til de eksterne.

Ved vurdering av den forvaltning som de eksterne forvalterne utfører, er det viktig å ha gode tall for oppnådd avkastning. De aller fleste aktive forvalterne har avtaler som sier at godtgjøringen for forvaltningen avhenger av oppnådd meravkastning. Norges Bank legger vekt på at avkastningen skal kunne måles fra den dag forvalterne mottar midler til forvaltning. Men dersom forvalterne fikk overført kontanter, måtte de foreta kjøp av verdi-

papirer før forvaltningen kunne starte. Av hensyn til transaksjonskostnadene måtte det skje over tid. Da ville Norges Bank ikke kunne måle forvalternes avkastning i etableringsperioden.

De porteføljer som overføres til eksterne forvaltere, består som hovedregel av fysiske verdipapirer. Porteføljene blir satt sammen etter ønske fra de forvaltere som skal overta dem. Indeksforvaltere får porteføljer som svarer til sammensetningen av den indeks forvalteren skal replikere. Aktive forvaltere kan velge en annen sammensetning enn den indeksen de blir målt mot, for å kunne ha de posisjoner de ønsker fra overtakelsesdagen.

De samme prosedyrer som gjelder for første gangs tilførsel av midler til en ekstern forvalter, gjelder også ved senere tilførsler. Norges Bank har videre rutiner for terminering av mandater. Avtalene med eksterne forvaltere gir banken rett til å avslutte et mandat uten forvarsel. Når en forvalter får beskjed om at mandatet skal opphøre, overtar Norges Bank porteføljene, enten for intern forvaltning eller for overføring til en annen ekstern forvalter.



Risikostyring av porteføljen

Finansdepartementet har fastsatt grenser for hvor store avvik det kan være mellom den faktiske porteføljen og referanseporteføljen, se for eksempel beretningsdelen i denne årsrapporten og artikkelen om relativ volatilitet i årsrapporten for 1999. Norges Bank må regelmessig forsikre seg om at totalporteføljen er innenfor de grenser som er satt, og eventuelt korrigere sammensetningen dersom det er fare for at grensene vil bli overskredet. Til nå har avvikene aldri vært så store at det har blitt nødvendig å foreta korreksjoner av den grunn.

Det foretas imidlertid løpende korreksjoner for mindre, men likevel uønskede avvik fra referanseporteføljen. For å kunne identifisere slike avvik og hvilken type avvik det er snakk om, må Norges Bank ha løpende oversikt over sammensetningen av både referanse- og totalporteføljen. Informasjon om delporteføljene til hver enkelt forvalter og porteføljene som forvaltes internt, oppdateres daglig i en database i Norges Bank. En nærmere beskrivelse av informasjonsstrømmene som kreves for å få dette til, finnes i artikkelen om styring av risiko i årsrapporten for 1998. På grunnlag av opplysningene i databasen lager Norges Bank analyser av avvikene mellom den faktiske porteføljen og refe-

ranseporteføljen, og avgjør om det bør foretas korreksjoner i sammensetningen av den faktiske porteføljen.

Avvik innenfor aksjeporteføljen korrigeres vanligvis ved kjøp eller salg av aksjefuturekontrakter. Dette er kontrakter som er knyttet til brede markedsindekser i hvert land. Dersom Norges Bank ønsker å redusere aksjeinvesteringene i et marked, selger vi futurekontrakter i dette markedet. Dersom Norges Bank ønsker å øke aksjeinvesteringene i et marked, kjøper vi futurekontrakter. I noen tilfeller handler vi også med enkeltaksjer. Det gjelder særlig dersom formålet er å regulere eksponeringen mot spesielle sektorer.

Avvik innenfor renteporteføljen korrigeres tilsvarende ved handel med enten rentefuturekontrakter eller med enkeltobligasjoner. Siden likviditeten er gjennomgående høy og kostnadene forbundet med handel i enkeltobligasjoner lave, brukes kjøp og salg av enkeltpapirer i mye større grad enn for aksjeporteføljen.

Avvik fra referanseporteføljen oppstår av en rekke ulike grunner. For eksempel kan høy avkastning i enkelte aktive mandater over forholdsvis kort tid gi store skjevheter i fordelingen på aktivaklasser og land i porteføljen. I den grad disse skjevhetene ikke er begrunnede aktive

posisjoner, vil de bli korrigert. Et annet eksempel er at tilførsler av nye midler til fondet ikke alltid har ønsket sammensetning, slik at justeringer må foretas i ettertid.

Den aktive forvaltningen drives av en rekke ulike forvaltere, som hver har sin spesielle referanseportefølje tilpasset den forvaltning som skal drives. Det er ikke nødvendigvis slik at summen av forvalternes referanseporteføljer blir lik den referanseportefølje som gjelder for hele Petroleumsfondet. Som følge av det kan det oppstå avvik som må korrigeres i den sentrale risikostyringen.

De aktive forvalterne tar posisjoner uavhengig av hverandre. Investeringsmandatene inneholder grenser som skal sikre at de heller ikke i sum skal komme utenfor de retningslinjer som gjelder for fondet. Summen av de ulike forvalteres posisjoner kan likevel utgjøre en større posisjon for fondet enn det Norges Bank mener er betryggende. Det kan for eksempel være situasjoner der avkastningen til fondet blir svært avhengig av en enkelt underliggende forklaringsfaktor, eller til og med av et enkelt selskap. I enkelte situasjoner vil Norges Bank korrigere for denne uønskede risikoeksponeringen.

Utlån av verdipapirer

Utlån av verdipapirer er en inntektskilde både innenfor aksje- og renteforvaltningen. I år 2000 ble utlånsinntektene til Petroleumsfondet om lag 138 millioner kroner, med noe over halvparten fra utlån av rentepapirer og noe mindre enn halvparten fra utlån av aksjer. Utlån gjøres som regel for noen dager av gangen. Låntakerne kan for eksempel være forvaltere som har solgt

papirer de ikke har, og som derfor må låne for å kunne levere papirene til kjøper.

Fondets verdipapirer er samlet i et lite antall depotinstitusjoner, uavhengig av hvilken forvalter som har kjøpt papirene. Utlånsvirksomheten er basert på beholdningene i disse depotene. Det er mest vanlig at investorene lar depotinstitusjonene stå for utlånene. Disse institusjonene tar

da en andel av utlånsinntektene som betaling for tjenesten. Dette er den ordning Norges Bank i dag har for aksjeporteføljen, med Chase Manhattan Bank som operatør for utlånsvirksomheten. For renteporteføljen driver Norges Bank selv en omfattende utlånsvirksomhet, og bruker bare depotinstitusjonene som supplement.

Norges Bank har et overordnet ansvar for at utlånsvirksomheten fra Petroleumsfondets portefølje drives mest mulig lønnsomt. Vi vil løpende vurdere de ulike løsninger for organisering av utlånsvirksomheten mot hverandre og foreta endringer i dagens ordning når vi finner det regningssvarende for fondet.

Oppsummering

Petroleumsfondets portefølje av internasjonale verdipapirer ble tilført 150 milliarder kroner i 2000. Investeringen av disse midlene i verdipapir-markedene medførte direkte og indirekte transaksjonskostnader på 160 mill. kroner i aksjeporteføljen, tilsvarende 0,25 prosent av de investerte midlene. Transaksjonskostnader vil nødvendigvis påløpe når tilført kapital skal investeres. Det vil trolig følge flere år med betydelig tilførsel. Dermed får kostnadene som er knyttet til å investere mid-

lene i markedene, stor betydning for Petroleumsfondets netto avkastning. Norges Bank er klart innforstått med betydningen av å gjennomføre slike investeringer på en effektiv og betryggende måte. Banken har derfor bygget opp ekspertise og rutiner for å investere store porteføljer over tid med minimale transaksjonskostnader. Dette apparatet brukes også når eksterne forvaltere tilføres midler.

Finansdepartementet måler Norges Banks prestasjoner som forvalter i forhold til en

fastsatt referanseportefølje. Referansen oppdateres kvartalsvis, og det får også konsekvenser i form av tilpasninger av porteføljen Norges Bank forvalter. Slike tilpasnings-transaksjoner (rebalanseringer) kan være betydelige, men tilflyten av nye midler brukes systematisk for å holde omfanget av transaksjonene nede. Siden Norges Bank måles nøyaktig i forhold til referansen legger man stor vekt på å styre de ulike delporteføljene på en slik måte at man bare tar aktive posisjoner som er tilsik-

tet. Denne styringen av risiko foregår løpende.

Norges Bank har et sterkt fokus på å oppnå en mest mulig effektiv tilførsel av nye midler og løpende drifting av porteføljene, og på å styre risikoen i forvaltningen. Dette er oppgaver som følger av at Norges Bank har det overordnede ansvaret for forvaltningen av Petroleumsfondet, og er uavhengig av hvor stor del av forvaltningen Norges Bank velger å sette ut til eksterne forvaltere.

