

Beretningsdel

1. Mandat for forvaltningen

Norges Bank forvalter Statens petroleumsfond på vegne av Finansdepartementet. Den operative forvaltningen utføres av en egen enhet i banken, Norges Bank Kapitalforvaltning. Mandatet for forvaltningen er gitt i en forskrift fra Finansdepartementet. Det er dessuten inngått en forvaltningsavtale som nærmere regulerer forholdet mellom Finansdepartementet som oppdragsgiver og Norges Bank som operativ forvalter.

Et viktig element i mandatet er en tenkt referanseportefølje av konkrete aksjer og obligasjoner fra de land det er tillatt å investere i. Referanseporteføljen uttrykker oppdragsgiverens investeringsstrategi for Petroleumsfondet. Den er et viktig utgangspunkt for å styre risikoen i den operative forvaltningen, og for å vurdere resultatene av Norges Banks forvaltning. Finansdepartementet har satt grenser for hvor store avvik det kan være mellom faktisk portefølje og referanseporteføljen. Norges Bank har gitt Finansdepartementet råd før investeringsstrategien ble valgt.

I 1998 ble det gjennomført flere viktige endringer i strategien for forvaltningen. For det første ble aksjer inkludert i referanseporteføljen i fem månedlige steg, hvert på 8 prosentpoeng, fra 1. februar til 1. juni. Fra da har aksjeandelen i referanseporteføljen vært på 40 prosent. For det andre ble landvektene for obligasjoner i referanseporteføljen gradvis endret i det samme tidsrommet, og referanseporteføljen ble utvidet fra 10 til 17 land. De fem første månedene av 1998 var en overgangsperiode der det ved hvert månedsskifte ble gjennomført omfattende endringer i fondets referanseportefølje.

En mindre endring ble gjort da Portugal ble inkludert i aksjedelen av referanseporteføljen som 21. land 1. juni og i obligasjonsdelen som 18. land 1. juli. Endringen hadde sammenheng med at Portugal først på disse tidspunktene ble inkludert i de indekser som danner utgangspunkt for referanseporteføljen, henholdsvis aksjeindeksen fra Financial Times/Standard & Poor's og obligasjonsindeksen fra Salomon Smith Barney.

Utvalget av verdipapirer som inngår i disse indeksene fra hvert land kan bli endret månedlig. I tillegg rebalanseres landvektene hvert kvartal. Det betyr at den detaljerte referanseporteføljen også endres like hyppig. Ansvaret for kontroll av at referanseporteføljen er korrekt ligger i Norges Bank, Markedsoperasjonsavdelingen, og dermed utenfor den organisasjon som står for den operative forvaltningen. Referanseporteføljen er nærmere drøftet i temaartikkel 2, og grafisk fremstilt i dokumentasjonsdelen.

Finansdepartementet har gitt Norges Bank mulighet til å avvike noe fra referanseporteføljen i den løpende forvaltningen. Det er definert en ramme som begrenser hvor store avvik det skal kunne bli mellom avkastningen på den faktiske porteføljen og avkastningen på referanseporteføljen. Dette er gjort ved at Finansdepartementet har fastsatt at den forventede relative volatiliteten ikke skal overstige 1,5 prosentpoeng. I praksis vil denne begrensningen innebære at forskjellen mellom den faktiske avkastningen og avkastningen på referanseporteføljen i to av tre år vil være mindre enn 1,5 prosentpoeng, hvis Norges Bank utnytter rammen for å ta risiko fullt ut. I temaartikkel 4 om risikostyring av Petroleumsfondet er det gjort nærmere rede for blant annet begrepet relativ volatilitet.

Norges Bank kan utnytte rammen for avvik fra referanseporteføljen for to hovedformål. For det første kan slike avvik foretas med sikte på å oppnå høyere avkastning enn referanseporteføljen. Dette kalles gjerne aktiv forvaltning. For det andre vil det ikke være kostnadseffektivt å la den faktiske beholdning av verdipapirer hele tiden nøyaktig tilsvare sammensetningen av verdipapirer i referanseporteføljen.

I tillegg til grensen for forventet relativ volatilitet har Finansdepartementet også fastsatt grenser for blant annet renterisiko, for hvilken andel av fondet som kan investeres i aksjer og obligasjoner og for fordelingen av fondet på de tre hovedregionene Europa, Amerika og Asia/Oceania. Det er dessuten satt et tak på maksimal eierandel i selskaper på 1 prosent.

Finansdepartementet er i ferd med å vurdere eventuelle endringer i retningslinjene. I Revidert nasjonalbudsjett 1998 skriver departementet:

Når det gjelder retningslinjer for etikk og menneskerettigheter, har Regjeringen vurdert flere alternativer. Så langt har en ikke funnet måter å gjøre dette på som oppfyller de krav som må stilles til klarhet, konsistens og praktiserbarhet, og som således kan anbefales for Stortinget. Regjeringen vil arbeide videre med en løsning der en legger miljøhensyn til grunn ved investeringene, eventuelt ved å skille ut en mindre del av fondets portefølje og legge særskilte restriksjoner på investeringsvalgene innenfor denne delporteføljen, med utgangspunkt i nærmere definerte miljøkriterier. Slike kriterier må bygge på objektive, lett identifiserbare forhold.

2. Organisering av forvaltningen i Norges Bank

Norges Bank opprettet 1. januar 1998 en egen enhet for kapitalforvaltning. Norges Bank Kapitalforvaltning utfører den operative forvaltning av Statens petroleumsfond, og dessuten den operative forvaltning av Statens petroleumsforsikringsfond og den del av valutaeservene som ikke er øremerket for kortsiktige likviditetsbehov. Ved utgangen av 1998 var verdien av de samlede porteføljer under forvaltning på 287 milliarder kroner.

Lederen for Norges Bank Kapitalforvaltning rapporterer til sentralbanksjefen, men deltar ikke fullt ut i bankens ledergruppe. Det er etablert rutiner for å sikre at kapitalforvaltningsenheten ikke får tilgang til fortrolig informasjon som Norges Bank i enkelte tilfeller mottar fra andre sentralbanker og fra internasjonale organisasjoner.

Likviditetsporteføljen i valutaeservene forvaltes av Markedsoperasjonsavdelingen, som har det utøvende ansvaret for

penge- og valutapolitikken. Markedsoperasjonsavdelingen har dessuten tre ulike funksjoner i forhold til den operative forvaltningen av Statens petroleumsfond. For det første har avdelingen saksbehandlingsansvar når Norges Bank gir råd til Finansdepartementet om retningslinjer for Petroleumsfondet. For det andre har avdelingen ansvar for oppgjørsfunksjonene for de internt forvaltede delporteføljene i Petroleumsfondet, og foretar endelige beregninger av avkastningen. For det tredje har avdelingen en kontrollfunksjon på vegne av sentralbanksjefen, se avsnitt 7 nedenfor.

Den overordnede revisjonen av Statens petroleumsfond er tillagt Riksrevisjonen. Riksrevisjonen bygger på det arbeid som utføres av Norges Banks Revisjon. Denne enheten rapporterer til Norges Banks representantskap, som er oppnevnt av Stortinget. Norges Banks Revisjon avgir uttalelse til Finansdepartementet om fondets kvartals- og årsrapporter. De løpende regnskapsfunksjonene for Petroleumsfondet ivaretas i Norges Bank, dels av Markedsoperasjonsavdelingen, og dels av Budsjett- og regnskapsavdelingen.

3. Gjennomføring av forvaltningen

Markedsverdien av Petroleumsfondets valutaportefølje var ved utgangen av 1997 på 113,4 milliarder kroner. I 1998 ble 11,8 milliarder kroner tilført 30. juni, 10 milliarder kroner 30. september og 11 milliarder kroner 30. november. Samlet tilførsel i 1998 var på 32,8 milliarder kroner. Hovedregelen er fra og med andre halvår i 1998 at Finansdepartementet overfører midler til Petroleumsfondet siste dag i hvert kvartal, men for fjerde kvartal 1998 ble det gjort et unntak på grunn av det arbeid som måtte gjøres i nyttårshelgen etter innføringen av den nye pengeenheten euro fra 1. januar 1999.

3.1. Tilpasning til ny referanseportefølje

I de første fem månedene av 1998 tok forvaltningen først og fremst sikte på tilpasning av den faktiske porteføljen til de store endringene i referanseporteføljen. Dette var en omfattende oppgave. Den innebar etablering av en stor aksjeportefølje finansiert ved salg av obligasjoner, og i tillegg omplassering av store beløp innenfor obligasjonsporteføljen. Hovedmålet for virksomheten i denne fasen var å gjennomføre en så kostnadseffektiv tilpasning av porteføljen som mulig, og med betryggende kontroll.

Etableringen av aksjeporteføljen ble gjennomført etter en plan lagt av Norges Bank, og med en ekstern aksjeforvalter, Barclays Global Investor (BGI), som viktig operatør. BGI var en av fire aksjeforvaltere som ble valgt etter en omfattende prosess høsten 1997. De tre øvrige eksterne forvalterne som ble valgt samtidig, State Street, Bankers Trust og Gartmore, assisterte BGI, i første rekke med å tilby kryssingsmuligheter i tillegg til de BGI selv hadde. Kryssing betyr at større aksjeporteføljer kjøpes utenom meglerapparatet, slik at det ikke påløper meglerhonorarer. En annen fordel ved kryssing kan være at aksjekursene påvirkes mindre enn ved handel gjennom megler. I etableringsfasen ble 82,6 prosent av Petroleumsfondets aksjeportefølje kjøpt på denne måten. En nærmere omtale av prosessen finnes i temaartikkel 3.

Kostnadene ved aksjekjøpene ble også forsøkt holdt nede ved å spre kjøpene over tid. På den måten forsøkte man å redusere markedspåvirkningen, som kunne ha trukket i retning av høyere priser på aksjene som skulle kjøpes. Videre ble en del av aksjeeksponeringen i første omgang gjort ved kjøp av futurekontrakter på aksjeindekser, slik at tidspunktet for kjøp av fysiske aksjer lettere kunne tilpasses de muligheter som kom for kryssing av porteføljer.

Midlene til aksjekjøp ble skaffet ved at Norges Bank foretok salg fra Petroleumsfondets obligasjonsbeholdning. Dette ble samordnet med omplasseringene innenfor obligasjonsporteføljen med sikte på å foreta så få transaksjoner som mulig. Blant annet ble det lagt vekt på å unngå unødvendige omvekslinger av valuta.

3.2. Løpende forvaltning

De tre eksterne aksjeforvalterne som ikke hadde direkte ansvar for etablering av porteføljer, State Street, Bankers Trust og Gartmore, overtok ferdig etablerte porteføljer tidlig i mars. Deres mandat var å drive indeksforvaltning, som betyr at den faktiske porteføljen vil inneholde nesten de samme aksjeposter som de som inngår i referanseporteføljen. Den faktiske avkastningen blir dermed svært nær avkastningen på referanseporteføljen. Dette er en kostnadseffektiv form for forvaltning med lave honorarer til forvalterne og få transaksjoner. Transaksjonsbehovet vil bare være knyttet til de små endringene som hver måned gjøres i de aksjeindeksene som forvalterne må følge.

Fra tidlig i juni, da tilpasningen til ny referanseportefølje var gjennomført, gikk også BGI over til å drive ren indeksforvaltning av den aksjeporteføljen de skulle investere. Ytterligere midler ble tilført de fire indeksforvalterne i forbindelse med overføring av nye midler til Petroleumsfondet. Tilførslene ble i hovedsak foretatt ved at forvalterne overtok porteføljer av futurekontrakter. Nesten hele aksjeporteføljen ble i 1998 forvaltet av disse indeksforvalterne. Ved utgangen av året hadde indeksporteføljene av aksjer en markedsverdi på 60,8 milliarder kroner.

I februar 1998 ble det utlyst mandater for aktiv aksjeforvaltning. Det kom rundt 260 tilbud om slik forvaltning, og det ble satt i gang en omfattende prosess med vurdering av tilbudene. De første mandatene ble tildelt i november, og tre av disse forvalterne mottok porteføljer i forbindelse med tilførsel av nye midler til Petroleumsfondet 30. november. Til sammen hadde disse tre forvalterne ved utgangen av året aksjeporteføljer med en markedsverdi på 6,4 milliarder kroner. Forvalterne har hatt mandatene i for kort tid til at det har noen mening å omtale erfaringene med forvaltningen.

Intern aksjeforvaltning i Norges Bank har i 1998 vært begrenset til handel med futurekontrakter på aksjeindekser. Det ble i andre halvår i 1998 startet forberedelser til å sette i gang egenhandel også med fysiske aksjer. Formålet med dette vil dels være å oppnå kostnadseffektive kjøp av aksjeporteføljer som eksterne forvaltere senere skal overta. Dels er det også viktig selv å kunne ta noen forholdsregler i forbindelse med endringer i de markedsindekser som inngår i referanseporteføljen. Et tredje formål er å drive egen aktiv forvaltning på noen utvalgte markedssegmenter.

Salget av obligasjoner og andre rentebærende verdipapirer for å kunne kjøpe aksjer i årets fem første måneder var samordnet med oppbyggingen av aksjeporteføljen. Salgene ble utført av Norges Bank på de tidspunkter da aksjekjøp skulle gjøres. Samtidig ble det foretatt omplasseringer innenfor den rentebærende delen av porteføljen som en tilpasning til ny referanseportefølje. Den nye referanseporteføljen inneholder flere land enn tidligere, den bygger på andre indekser, og den har høyere durasjon (det vil si at porteføljen har lengre gjennomsnittlig rentebindingstid, med kurser som er mer følsomme

for renteendringer). Omplussingene hadde således stort omfang. Disse aktivitetene var de viktigste også for renteforvaltningen i overgangsfasen fram til juni.

Petroleumsfondets portefølje av rentebærende papirer er i 1998 nesten i sin helhet forvaltet internt i Norges Bank. Den nord-amerikanske porteføljen er forvaltet fra Norges Banks kontor i New York. Markedsverdien av den interne renteporteføljen var ved utgangen av året på 101,5 milliarder kroner. Porteføljen har i hovedsak bestått av verdipapirer som enten er utstedt av de 18 statene som inngår i referanseporteføljen for obligasjoner, eller er garantert av de samme statene. Garantiene er vanligvis eksplisitte, men de kan i enkelte tilfeller være implisitte. Det siste gjelder særlig obligasjoner utstedt av føderale kredittinstitusjoner i USA.

Etter retningslinjene for Petroleumsfondet kan det også investeres i obligasjoner utstedt av bedrifter og institusjoner med høy kredittverdighet. Dette har ikke vært gjort i 1998, men arbeidet med å forberede slik forvaltning er i gang.

For obligasjonsdelen av Petroleumsfondet har det i 1998 bare vært én ekstern forvalter. Et mandat som tidligere ble tildelt den nederlandske banken ABN Amro innenfor valutaeservene, ble i mai overført til Petroleumsfondet. Markedsverdien av porteføljen var ved utgangen av året på 0,8 milliarder kroner.

Det ble i september 1998 utlyst mandater for aktiv forvaltning av obligasjoner. Det kom rundt 80 tilbud om slik forvaltning, og det pågår nå en prosess med vurdering av tilbudene. Prosessen vil etter planen være fullført i første halvår i 1999, og de første forvalterne vil ventelig få tilført midler i løpet av andre halvår.

Tabell 1: Markedsverdien* av Statens petroleumsfond i 1998 i millioner kroner

	31.12.97	31.3.98	30.6.98	30.9.98	31.12.98
Aksjer	0	32 101	55 147	52 198	69 532
Obligasjoner	113 401	88 421	80 622	88 520	102 300
Totalt	113 401	120 522	135 769	140 718	171 832

* Markedsverdien er basert på handledato, og ikke valuteringsdato. Tallene ovenfor er derfor ikke identiske med de tall for markedsverdi som presenteres i Norges Banks regnskap. Tallene omfatter den særskilte porteføljen som er motstykke til Petroleumsfondets kronekonto i Norges Bank, og inkluderer ikke mellomregning mellom fondet og statskassen.

4. Avkastning av fondet

1998 var et urolig år i de internasjonale aksje- og rentemarkedene. I første halvår var det kraftig kursstigning i aksjemarkedene i Europa og USA, samtidig som rentenedgang ga en viss kursstigning i rentemarkedene. Japan hadde også rentenedgang, men totalt for halvåret ingen oppgang i aksjemarkedet. Den økonomiske krisen som hadde begynt i Asia høsten 1997 utviklet seg videre, samtidig som Russlands økonomiske situasjon også ble stadig vanskeligere.

En konsekvens av dette var en til dels kraftig kursnedgang i aksjemarkedene over hele verden i tredje kvartal. Særlig sterk var nedgangen i Europa, som hadde hatt den sterkeste oppgangen i første halvår. Nedgangen i Japan brakte aksjeindeksen der mer enn 10 prosent under nivået ved årsskiftet. Rentene falt videre i alle hovedmarkedene.

I fjerde kvartal gjenvant aksjemarkedene både i USA og Europa hele eller noe av nedgangen fra tredje kvartal, og sett under ett var avkastningen på aksjeinvesteringer i disse markedene svært høy i 1998. Det var også oppgang i det japanske aksjemarkedet, men samlet for året 1998 var avkastningen på japanske aksjeinvesteringer klart negativ. Rentenivået var noenlunde stabilt i Tyskland og USA, men steg kraftig i Japan etter hvert som tilliten til japansk økonomi ble svekket. Ved utløpet av året var 10-års renten i Japan høyere enn ved inngangen til året.

En noe grundigere gjennomgang av markedsutviklingen i 1998 finnes i temaartikkel 1.

Petroleumsfondet hadde i 1998 en avkastning på 9,25 prosent, målt i den valutakurv som defineres av landvektene i referanseporteføljen. Dersom man betrakter aksje- og obligasjonsdelene av Petroleumsfondet hver for seg, var avkastningstallene henholdsvis 12,86 prosent for aksjeporteføljen og 9,31 prosent for obligasjonsporteføljen. Disse tallene finnes i tabell 2, som også angir periodeavkastningen i hvert kvartal. Det fremgår at avkastningen på både aksjeporteføljen og totalporteføljen var negativ i tredje kvartal, men at totalavkastningen var svært god i første og fjerde kvartal. I begge kvartaler var det avkastningen på aksjer som var særlig høy.

Referanseporteføljens valutakurv har vektorer som dels skal gjenspeile de ulike lands betydning i verdensøkonomien, og dermed det tilbudet av importvarer som Norge står overfor, og dels dagens faktiske importmønster. Disse vektene skiller seg dermed fra de faktiske importvektene. Det kan derfor også ha interesse å se på avkastningen i en importveid valutakurv. Tabell 2 viser at avkastningen har vært noe høyere målt på denne måten.

I løpet av 1998 ble norske kroner nesten 10 prosent mindre verdt regnet i fondets valutakurv. Petroleumsfondets avkastning regnet i norske kroner ble derfor hele 19,75 prosent eller 25,6 milliarder kroner. Avkastningstallet i norske kroner er det offisielle, siden fondets regnskap føres i kroner. Men den delen av denne avkastningen som skyldes svekkelsen av kronen bedrer ikke fondets internasjonale kjøpekraft. Avkastningen regnet enten mot fondets valutakurv eller mot importveid valutakurv gir bedre uttrykk for hvordan fondets kjøpekraft har utviklet seg.

Forskjellen mellom faktisk avkastning og referanseporteføljens avkastning er lite påvirket av hvilken referansevaluta som brukes. Regnet mot norske kroner var differansen 0,20 prosentpoeng. Dersom man i stedet for å se på den aritmetiske differansen ser på den geometriske, det vil si regner i forhold til akkumulert markedsverdi, blir differansen 0,16 prosentpoeng. Differansen, regnet på den ene eller andre måten, representerer en meravkastning som ikke ville kommet om fondets portefølje hele tiden hadde vært lik referanseporteføljen.

Meravkastningen i forhold til referanseporteføljen var størst i første kvartal. Det skyldtes at aksjeandelen i den faktiske porteføljen det meste av tiden var høyere enn aksjeandelen i referanseporteføljen. Siden aksjekursene steg mye i dette kvartalet, var denne overvekten av aksjer lønnsom. Noe av det samme skjedde i andre kvartal, men da var gevinsten i form av meravkastning mindre. Felles for de to kvartalene er at meravkastningen ikke var et resultat av aktiv forvaltning, men heller en sidevirkning av en forhåndsbestemt plan for å redusere mulig markedspåvirkning fra aksjekjøpene, se avsnitt 3.1 ovenfor.

I tredje kvartal var avkastningen på den faktiske porteføljen 0,23 prosentpoeng lavere enn avkastningen på referanseporteføljen. En årsak var fortsatt overvekt av aksjer i juli og august. Med nedgang i aksjekursene var det ikke lønnsomt. En annen årsak var at obligasjonsdelen inneholdt papirer som ikke inngår i referanseporteføljens statsobligasjonsindekser. Disse papirene har en viss liten kredittrisiko, og dermed en høyere rente enn statspapirer. I tredje kvartal økte renteforskjellen mellom disse papirene og statspapirene mye. Det innebar et klart kurstap i forhold til statspapirer i samme valuta.

Tabell 2: Avkastningstill i prosent for hvert kvartal og for året 1998

Periodeavkastning	Aksjeporteføljen		Obligasjonsporteføljen		Totalporteføljen	
	Faktisk	Referanse	Faktisk	Referanse	Faktisk	Referanse
Petroleumsfondets valutakurv						
1. kvartal	11,38*	11,78*	2,19	2,03	3,73	3,33
2. kvartal	2,14	1,89	1,86	1,90	2,07	2,03
3. kvartal	-15,57	-15,69	4,62	4,86	-3,58	-3,35
4. kvartal	17,51	17,77	0,38	0,08	7,02	7,05
Hele året	12,86	13,10	9,31	9,10	9,25	9,08
Importveid valutakurv, hele året	13,26	13,50	12,16	11,95	11,58	11,40
Amerikanske dollar, hele året	18,69	18,93	15,58	15,36	14,98	14,79
Norske kroner, hele året	19,33	19,58	20,37	20,14	19,75	19,55
Meravkastning		-0,25		0,23		0,20

* Avkastningstillene for aksjer i første kvartal gjelder februar og mars. I januar inngikk aksjer ikke i referanseporteføljen.

I fjerde kvartal var det liten forskjell mellom faktisk avkastning og avkastningen på referanseporteføljen. Det ble tatt noen begrensede aktive posisjoner. Disse virket ulikt på meravkastningen og i motsatte retninger, og den samlede effekten var beskjeden.

Avkastningstillene inkluderer inntekter fra utlån av verdipapirer. Det dreier seg om kortsiktige utlån til motparter som både har høy kredittverdighet og stiller full sikkerhet for verdien av de papirer som blir lånt. Tabell 3 viser at utlånsinntektene til sammen ble 45,1 millioner kroner, som utgjør 0,03 prosent av gjennomsnittlig verdi på Petroleumsfondets portefølje. Dette er inntekter som ikke forutsettes å komme i referanseporteføljen.

Tabell 3: Inntekter fra utlån av verdipapirer i 1998

	Utlån av rentepapirer	Utlån av aksjer	Totalt
Inntekter (1000 kroner)	14 538	30 560	45 098

Statens petroleumsfond betaler skatt av avkastningen i noen markeder, og har fullt fritak i andre. I referanseporteføljen er det ikke tatt hensyn til skattebelastningene, slik at referanseavkastningen vil være noe høyere enn man i praksis vil oppnå ved en passiv forvaltning. Etter beregninger foretatt i Norges Bank gjør betalingen av skatt at Petroleumsfondet får en avkastning som er 0,03 prosentpoeng lavere enn avkastningen på referanseporteføljen.

Metodegrunnlag for avkastningsberegningene

Endelige avkastningsberegninger utføres av Markedsoperasjonsavdelingen, som organisasjonsmessig ligger utenfor Norges Bank Kapitalforvaltning. Avkastningen beregnes etter markedsverdi prinsippet, det vil si at porteføljene verdsettes til de aktuelle markedspriser ved beregningsperiodens slutt. Alle avkastningskomponenter, det vil si rentekostnader og renteinntekter, 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.

Avkastningsberegningene utføres i separate modeller som ikke er avstemt mot regnskapssystemet. I beregningene 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. Avvikene kan også skyldes forskjeller i prising av verdipapirer.

I tilpasningen til nye retningslinjer for Statens petroleumsfond var det i løpet av første halvår i 1998 hyppige og store eksterne kontantstrømmer mellom aktivklassene aksjer og obligasjoner, og mellom de enkelte valutaporteføljer innad i hver aktivklasse (transitionperioden). For å eliminere effekten av inn og utbetalinger til og fra porteføljen bør man bruke tids vektet 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 i måneden internt.

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 av følgende formel:

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

der

y = avkastning for delperioden

V1 = porteføljens verdi ved start inkludert renter

V2 = porteføljens verdi ved slutt inkludert 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, det vil si 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 formelen ovenfor. WM-Reuters valutakurser benyttes ved omregning fra lokal valuta til norske kroner. Disse valutakurser fastsettes kl 1600 London-tid.

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

Valutaavkastningen 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. Dette gjaldt spesielt under transitionperioden, der det var mange overføringer mellom valuta og aktivaklasse. Valutaavkastningen kan igjen splittes i to komponenter: Én del som viser den valutaavkastning referanseporteføljen har oppnådd, og én del som tilsvarer den valutaavkastning fondet har oppnådd ved å avvike fra referanseporteføljens valutafordeling. Ved å legge sammen sistnevnte del av valutaavkastningen med avkastningen i lokal valuta, får vi avkastningen i lokal valuta målt i referanseporteføljens valutafordeling.

Historisk tilbakeblikk

Statens petroleumsfonds konto i Norges Bank ble første gang tilført midler i 1996, etter at statsregnskapet for 1995 viste overskudd. Ved utgangen av 1996 ble ytterligere midler overført, tilsvarende anslaget for statsregnskapets overskudd det året. På samme måte ble midler overført ved utgangen av 1997. Tabell 4 viser avkastningen i de tre årene fondet har hatt midler. Tallet for 1996 gjelder et svært lite beløp i forhold til de to siste årene. Målt i norske kroner var avkastningen i 1998 klart høyere enn i 1997, men det meste skyldes den store svekkelsen av kroneverdien i 1998.

Tabell 4: Historisk avkastning av Statens petroleumsfond

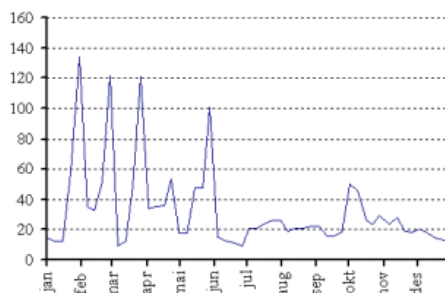
	1996	1997	1998
Avkastning målt mot norske kroner	*3,15%	10,83%	19,75%
Meravkastning i forhold til referanseporteføljen		0,23%	0,20%
Tilførsel fra Finansdepartementet i millioner kroner	46 194	64 019	32 873
Markedsverdi i millioner kroner pr. 31. desember	46 301	113 401	171 832

* Avkastningen for 1996 er periodeavkastningen av første tilførsel (1 981 millioner kroner i mai) og ut året. Resten av tilførselen i 1996 kom 31. desember.

5. Markedsrisiko

Finansdepartementet har satt en grense for markedsrisikoen i den faktiske porteføljen regnet i forhold til referanseporteføljen, ved å kreve at forventet relativ volatilitet alltid skal være lavere enn 1,5 prosentpoeng, se avsnitt 1 ovenfor. Denne grensen har ikke vært overskredet. Nærmest var det i overgangsperioden fram til juni, da aksjekjøp til den faktiske porteføljen i stor utstrekning ble gjort noen dager før referanseporteføljen var endret. Mot slutten av hver måned viser derfor tallene i denne perioden høy forventet relativ volatilitet. Men i forhold til referanseporteføljen i neste måned var volatiliteten alltid svært lav, se figur 5.

Figur 5: Forventet relativ volatilitet hver fredag i 1998, målt i basispunkter (hundredeler av ett prosentpoeng)



Etter at overgangen til ny referanseportefølje var gjennomført, har relativ markedsrisiko vært forholdsvis stabil og på et lavt nivå. De avvik som er gjort fra referanseporteføljen, har aldri brakt forventet relativ volatilitet høyere enn 1,0 prosentpoeng, og det vanlige nivået har vært rundt 0,2 prosentpoeng.

6. Overholdelse av forskriften

I tillegg til grensen for markedsrisiko har Finansdepartementet også satt andre grenser for plasseringen av Petroleumsfondets midler. Tabell 6 oppsummerer disse reglene og viser at forvaltningen av Petroleumsfondet i 1998 har vært gjort på en slik måte at det har vært gode marginer til de fastsatte grenseverdiene.

Tabell 6: Risikoeksponering i forhold til forskriftens grenser

Paragraf	Risiko	Grenser	Faktisk 31.12.97	Faktisk 31.3.98	Faktisk 30.6.98	Faktisk 30.9.98	Faktisk 31.12.98
§ 4	Relativ volatilitet	Maksimalt 1,5%	0,12%**	1,20%	0,35%	0,50%	0,20%
§ 5*	Aktivafordeling	Rentebærende 50-70%	100,0%	73,4%	59,4%	62,8%	59,6%
		Egenkapital 30-50%	0,0%	26,6%	40,6%	37,2%	40,5%
§ 6*	Valutafordeling	Europa 40-60%	57,7%	53,2%	50,4%	50,1%	50,1%
		Amerika 20-40%	27,2%	29,2%	30,3%	29,8%	29,9%
		Asia / Oceania 10-30%	15,1%	17,6%	19,3%	20,1%	20,1%
§ 7	Renterisiko	Modifisert durasjon 3-7	3,43	4,06	5,13	5,29	5,14
§ 8	Kredittrisiko	Maks 20% i bankinnskudd	4,6%	3,6%	4,7%	5,0%	3,4%
§ 10	Høyeste eierandel	Maks 1 % av et selskap	0,0%	0,07%	0,09%	0,11%	0,43%
	Høyeste beløp i et enkelt selskap (mill.kr.)	Ingen grenser	0	131,6	581,3	485,6	831,2

* Paragraf 5 og 6 i forskriften trådte først i kraft 1. juni 1998.

** Beregnet i forhold til referanseporteføljen for januar 1998.

7. Kontroll med forvaltningen

Forvaltningen av Statens petroleumsfond er en del av Norges Banks virksomhet og dermed underlagt de samme kontrollrutiner som resten av sentralbankens virksomhet. I tillegg kommer noen kontrollinstanser som er særegne for Petroleumsfondet.

Norges Banks hovedstyre har vedtatt at de krav til internkontroll som gjelder for andre norske finansinstitusjoner også skal gjelde for Norges Bank. Det innebærer at Norges Bank Kapitalforvaltning er pålagt å ha egne rutiner for kontroll av alle ledd i sin egen virksomhet. Denne internkontrollen er den viktigste og mest inngående formen for kontroll av virksomheten i kapitalforvaltningen. Se temaartikkel 4.

Sentralbanksjefen har et overordnet kontrollansvar i forhold til alle aktiviteter innenfor sentralbanken. Det er gjort flere organisatoriske tiltak for å styrke sentralbanksjefens kontroll med kapitalforvaltningen. Markedsoperasjonsavdelingen, som ikke er en del av Norges Bank Kapitalforvaltning, skal påse at forvaltningsarbeidet skjer med trygghende rutiner for intern kontroll, og skal foreta uavhengige avkastnings- og risikomålinger. Videre bistår et særskilt rådgivende utvalg av personer fra andre deler av sentralbanken sentralbanksjefen i spørsmål som angår kapitalforvaltningen.

Norges Banks Revisjon rapporterer til sentralbankens representantskap, som er oppnevnt av Stortinget. Revisjonen har samme kontrollansvar overfor kapitalforvaltningen som overfor andre deler av sentralbankens virksomhet, og har funnet grunn til å legge forholdsvis stor vekt på denne delen av sitt ansvar.

Riksrevisjonen har det overordnede ansvaret for tilsyn med all statlig virksomhet, herunder også forvaltningen av Statens petroleumsfond. For å unngå dobbeltarbeid er det inngått en avtale med Norges Banks Revisjon om at Riksrevisjonen bygger sin revisjon av Petroleumsfondet på arbeidet utført i Norges Banks Revisjon.

Finansdepartementet blir som oppdragsgiver for forvaltningen av Statens petroleumsfond holdt løpende orientert om forvaltningen. Den viktigste informasjonen gis i kvartalsvise rapporter som er offentlig tilgjengelige. For å ivareta sitt tilsynsansvar har departementet engasjert konsultentselskapet Bacon & Woodrow for å evaluere resultatene av forvaltningen. Norges Bank Kapitalforvaltning er pliktig til å gi departementets konsulenter full adgang til sine databaser.

8. Kostnader i forvaltningen

Forvaltningsavtalen mellom Finansdepartementet og Norges Bank (se dokumentasjonsdelen) fastsetter prinsipper og satser for godtgjøring til Norges Bank. Utgangspunktet er at Norges Bank skal ha full dekning for kostnadene banken har ved forvaltningen av Petroleumsfondet. De avtalte satsene for 1998 var 0,105 prosent av gjennomsnittlig verdi som i henhold til referanseporteføljen kan plasseres i egenkapitalinstrumenter og 0,065 prosent av gjennomsnittlig verdi som kan plasseres i rentebærende instrumenter. Ved endelig beregning av godtgjøringen ble det foretatt en mindre reduksjon fordi enkelte av de kostnadskomponenter som var med i beregningsgrunnlaget, faktisk var blitt belastet Petroleumsfondet direkte. Samlet godtgjøring for 1998 var på 77,4 millioner kroner.

De faktiske kostnader i Norges Bank består dels av honorarer til eksterne forvaltere og til depotbank, og dels av bankens interne driftskostnader. De eksterne kostnadene som gjelder Petroleumsfondet kan uten videre identifiseres, mens de interne kostnadene vil gjelde alle de tre fondene som forvaltes. De interne kostnadene som gjelder Petroleumsfondet er derfor beregnet ved hjelp av et sett internpriser. De interne kostnadene omfatter ikke bare de enheter som bidrar direkte til den operative forvaltning, men også alle støttefunksjoner. Omfanget av den siste typen kostnader er beregnet etter de retningslinjer som gjelder for forretningsdrift i Norges Bank.

Tabell 7 sammenstiller de kostnader Norges Bank har hatt i forbindelse med forvaltningen av Statens petroleumsfond i 1998. Tabellen omfatter bare løpende driftskostnader og ikke avskrivninger på oppstartkostnader og investeringer.

Tabell 7: Kostnader ved forvaltningen av Statens petroleumsfond i 1998, inklusive etableringskostnader for aksjeporteføljen

	1000 kroner
Interne kostnader, aksjer	9 343
Honorar til eksterne aksjeforvaltere	13 497
Kostnader til aksjodepot	9 797
Sum kostnader aksjeforvaltning	32 637
Interne kostnader, renter	29 012
Kostnader til eksterne renteforvaltere	874
Kostnader til rentedepot*	4 272
Sum kostnader renteforvaltning	34 158
Sum forvaltningskostnader	66 795

*Inklusive depotkostnader som er belastet porteføljene direkte.

Gjennomsnittlig markedsverdi av fondet, beregnet på grunnlag av markedsverdiene ved starten av hvert kvartal, har i 1998 vært på 127,6 milliarder kroner. Av dette faller 39,6 milliarder på aksjer og 88,0 milliarder på rentebærende instrumenter. Kostnadene har således utgjort 0,082 og 0,039 prosent av gjennomsnittlig markedsverdi på henholdsvis aksjeporteføljen og den rentebærende porteføljen.

Det er svært lave kostnader sammenlignet med andre store internasjonale fond. Det er riktignok vanskelig å finne helt sammenlignbare fond, men forvaltningskostnadene i større pensjonsfond i USA og Europa ligger vanligvis over 0,10 prosent av forvaltningskapitalen. Det lave kostnadsnivået for Petroleumsfondet gjenspeiler delvis at forvaltningsmodellen ikke har vært ferdig utviklet i 1998, spesielt ved at det bare i liten grad har vært drevet aktiv forvaltning med sikte på å oppnå meravkastning i forhold til referanseporteføljen. På lengre sikt kan et høyere kostnadsnivå forsvares om det motsvares av minst like stor økning i avkastningen.

9. Regnskapsrapportering

I samsvar med Forskrift for forvaltning av Statens petroleumsfond har Norges Bank plassert fondets kroneinnskudd særskilt i aktiva denominert i utenlandsk valuta. Tabell 8 viser hvordan porteføljens regnskapsmessige verdi fordeler seg på instrumenter pr. 31. desember 1998, og ved utgangen av hvert kvartal gjennom året. Regnskapsmessig verdi av innestående på kronekontoen, inklusive avkastning for perioden 1. januar- 31. desember 1998, utgjør pr. 31. desember 1998 167 643 767 103,99 kroner. I regnskapet er plasseringene i utenlandsk valuta omregnet til norske kroner etter markedskurser pr. 31. desember 1998, notert på WM-Reuters kl 1600 London-tid. Verdien av porteføljen av utenlandske verdipapirer er verdsatt til laveste verdi av gjennomsnittlig anskaffelseskurs og markedsverdi pr. 31. desember 1998.

Verdsettingen av porteføljen etter regnskapsprinsippene skiller seg fra de markedsverdier som er presentert foran i årsrapporten. Markedsverdier er der brukt fordi Petroleumsfondet utelukkende eier likvide verdipapirer med markedspriser som noteres hver dag. Med slike aktiva gir markedsverdi prinsippet et tryggere grunnlag for riktig verdsetting enn regnskapets laveste verdis prinsipp.

Tabell 8: Petroleumsfondets portefølje fordelt på instrumenter. 1000 kroner

Instrument	31.12.97	31.3.98	30.6.98	30.9.98	31.12.98
Bankinnskudd/-utlån i utlandet	5 254 262	4 278 716	6 378 405	7 094 356	5 891 261
Utenlandske statskassaveksler	164 822	-	123 783	333 606	492 384
Utenlandske ihennehaverobligasjoner	104 990 657	83 363 584	76 711 343	85 457 847	97 836 191
Aksjer i utlandet	-	28 583 192	46 292 677	45 949 356	64 245 807
Utlån i utlandet	747 431	1 187 302	3 826 471	3 710 759	8 000 533
Opptjente, ikke forfalte renter	2 903 495	2 017 669	1 442 068	1 924 493	2 361 879
Opptjent dividende	-	68 909	91 283	150 686	98 578

Kildeskatt	-	-	4 566	13 260	17 273
Terminalkontraksreguleringer	-	-	-1 739	-14 825	-7 610
Innlån utenlandske banker*	-747 431	-1 187 302	-2 213 499	-4 297 802	-11 215 049
Påløpte, ikke forfalte renter	-273	-1 766	-5 136	-84	-118
Diverse gjeld**	-	-	-	-49 153	-77 362
Total portefølje	113 312 963	118 310 304	132 650 222	140 272 499	167 643 767

* Sikkerhet for verdipapirer som er på utlån.

** I hovedsak påløpt forvaltningsgodtgjøring til Norges Bank.

Pr. 31. desember 1998 var det kjøpt børsnoterte futurekontrakter med samlet markedsverdi 2 493,2 millioner kroner. På samme tidspunkt var det future salgskontrakter med samlet markedsverdi 3 531,5 millioner kroner.

Pr. 31. desember 1998 var det kjøpt valuta på levering med samlet verdi 3 135,3 millioner kroner, samtidig som man hadde valutasalgskontrakter for 3 135,3 millioner kroner.

Etter forskriften skal Norges Banks bokførte avkastning på de utenlandske plasseringene tillegges Statens petroleumsfonds kronekonto. Bokført avkastning på kronekontoen pr. 31. desember 1998 er dekomponert i tabell 9, som i tillegg inneholder sammenligningstall for 1997 og tidligere kvartaler i 1998.

Ved avkastningsberegningen er det benyttet de samme regnskapsprinsipper som for Norges Banks regnskap. Dette innebærer at inntekter og kostnader i valuta er omregnet til norske kroner etter kursen på transaksjonstidspunktet, og at de er periodisert i henhold til regnskapsprinsippet. Disse avkastningstallene skiller seg fra de tall man får ved markedsverdi prinsippet, som er brukt foran i årsrapporten. Bruk av laveste verdis prinsipp innebærer et element av vilkårlighet i avkastningsberegningene, siden det kan være tilfeldig hvilke papirer man velger å realisere på ulike tidspunkter.

Tabell 9: Avkastningen på Petroleumfondets portefølje i 1998 i 1000 kroner

Avkastning	31.12.97	31.3.98	30.6.98	30.9.98	31.12.98
Renteinntekter	3 342 455	1 657 894	2 932 567	4 156 859	5 566 546
Dividende	-	84 147	352 400	573 341	705 588
Valutakursgevinst	1 688 979	2 776 568	3 751 569	3 291 827	13 149 314
Urealisert verdipapirtap	36 660	-17 718	-18 393	-3 464 140	-60 969
Realisert verdipapirgevinst	- 204 500	343 110	457 719	568 552	857 559
Kurtasje	-	-	-5 232	-7 302	-12 245
Resultat terminhandel valuta	-	-	-140 298	-109 876	-4 158
Gevinst futurekontrakter	10 332	153 341	134 232	166 806	1 369 864
Total avkastning av plasseringene	4 873 926	4 997 342	7 500 591	50 176 067	21 571 499
Påløpt forvaltningsgodtgjøring	-	-	-	-53 200	-77 362
Netto opptjent avkastning	4 873 926	4 997 342	7 500 591	5 122 867	21 494 137

Revisjonsberetning

Uttalelse til Finansdepartementet

Årsrapport 1998 for Statens petroleumsfond

Vi har revidert årsrapporten for Statens petroleumsfond for 1998 som viser en markedsverdi på fondet ved årets utløp på 171,8 milliarder kroner, et regnskapsmessig resultat på 21,5 milliarder kroner og en regnskapsmessig verdi på 167,6 milliarder kroner. Hovedstyret i Norges Bank er ansvarlig for årsrapporten. I tråd med forvaltningsavtalen mellom Finansdepartementet og Norges Bank, er vår oppgave å granske rapporten og vurdere hvorvidt fondet forvaltes i henhold til lov av 22. juni 1990 nr. 36 om Statens petroleumsfond og forskrift for forvaltning av Statens petroleumsfond av 3. oktober 1997. Vår revisjon av årsrapporten omfatter regnskapsrapporteringen presentert i avsnitt 9 i beretningsdelen. Videre har vi foretatt en vurdering av opplysninger og tallmessige oppstillinger i avsnitt 1– 8 i beretningsdelen.

Vi har utført revisjonen i henhold til god revisjonsskikk og avgir vår attestasjon i samsvar med NSRF's revisjonsstandard RS 800 "Revisors uttalelser ved revisjonsoppdrag med spesielle formål". Vi har gjennomført de revisjonshandlinger som vi har ansett nødvendige for å bekrefte at årsrapporten ikke inneholder vesentlige feil eller mangler. Vi har kontrollert utvalgte deler av grunnlagsmaterialet som underbygger beløpene og opplysningene gitt i årsrapporten. Vi har også vurdert de benyttede regnskapsprinsipper og årsrapportens innhold og presentasjon. Vi har kontrollert at de regnskapsmessige opplysninger er konsistente med den informasjon om fondet som fremgår av det reviderte årsregnskapet for Norges Bank for 1998, som ble fastsatt 18. februar 1999. I den grad det følger av god revisjonsskikk, revisjonens instruks og avtaler, har vi gjennomgått Norges Banks formuesforvaltning og interne kontroll for fondet.

Etter vår mening gir årsrapporten et forsvarlig uttrykk for Statens petroleumsfonds midler og avkastning pr. 31. desember 1998, i samvar med Norges Banks årsregnskap og regnskapsprinsipper. Etter vår mening er fondet i 1998 forvaltet i henhold til de lover og forskrifter det er henvist til i første avsnitt.

Oslo, 24. februar 1999

Norges Banks Revisjon

Svenn Erik Forsstrøm
Statsautorisert revisor

Mats Leonhard Pedersen
Statsautorisert revisor



Publisert 27.04.2003 15:18

Norges Bank | Bankplassen 2, PB 1179 Sentrum, 0107 Oslo | Tlf 24 07 30 00 | [Opphavsrett og ansvar](#)