

Forvaltning av Statens petroleumsfond

Rapport for tredje kvartal 2002

Samandrag

I tredje kvartal 2002 var periodeavkastninga av Statens petroleumsfond medrekna Miljøfondet på –5,13 prosent målt i den valutakorga som svarar til samansetninga av Petroleumsfondet sin referanseportefølje. Samla for dei tre første kvartala i 2002 var avkastninga på –7,36 prosent.

Den valutakorga som Petroleumsfondet er investert i, blei i tredje kvartal om lag ein prosent mindre verd i forhold til norske kroner. Målt i norske kroner var avkastninga i tredje kvartal derfor noko meir negativ med –6,29 prosent. Samla for dei tre første kvartala var avkastninga målt i norske kroner på –18,49 prosent, etter at krona hadde styrkt seg mykje i andre kvartal. Men endringar i verdien av krona har ikkje noko å seie for den internasjonale kjøpekrafta til fondet.

Avkastninga av den ordinære aksjeporteføljen (utanom Miljøfondet) var i tredje kvartal –19,72 prosent målt i valutakorga til referanseporteføljen. Det kjem av at aksjekursane i dei tre hovudmarknadene USA, Europa og Japan fall kraftig gjennom kvartalet. Renteporteføljen hadde positiv avkastning i kvartalet med 4,72 prosent målt i valutakorga, etter rentenedgang særleg i USA og i euro-området.

I tredje kvartal 2002 var avkastninga av Petroleumsfondet sin ordinære portefølje 0,14 prosentpoeng lågare enn avkastninga på den referanseporteføljen som Finansdepartementet har definert. Samla for dei tre første kvartala i 2002 var den faktiske avkastninga 0,08 prosentpoeng høgare enn referanseavkastninga.

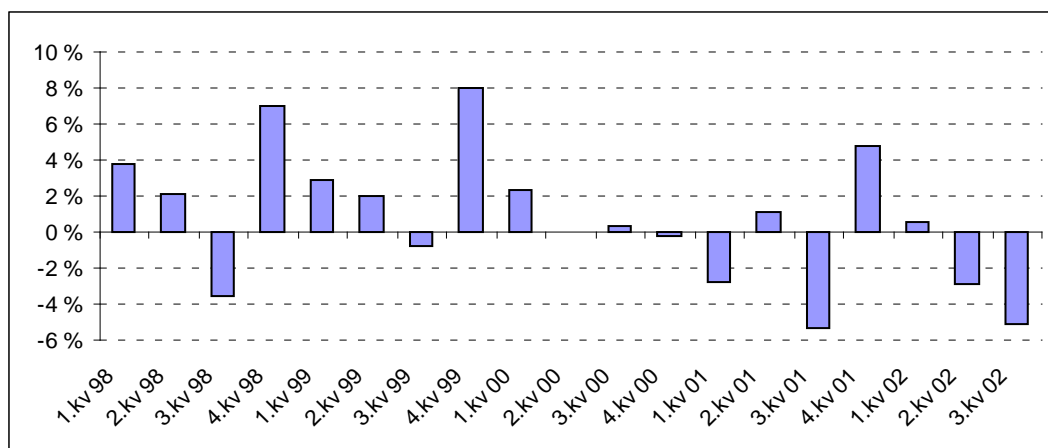
Miljøfondet hadde i tredje kvartal ei avkastning på –19,07 prosent målt i valutakorga til referanseporteføljen og –20,07 prosent målt i norske kroner. Samla for dei tre første kvartala var avkastninga på –28,17 prosent målt i valutakorga og –36,81 prosent målt i norske kroner.

Petroleumsfondet sine internasjonale aksje- og renteporteføljar blei i tredje kvartal tilført midlar for til saman 37,6 milliardar kroner. Marknadsverdien av fondet sin samla verdipapirportefølje rekna i norske kroner, var på 603,6 milliardar ved utgangen av tredje kvartal. Det er ein liten nedgang frå starten av kvartalet og skuldast i hovudsak den sterkt negative avkastninga i aksjeporteføljen.

1. Hovudtal

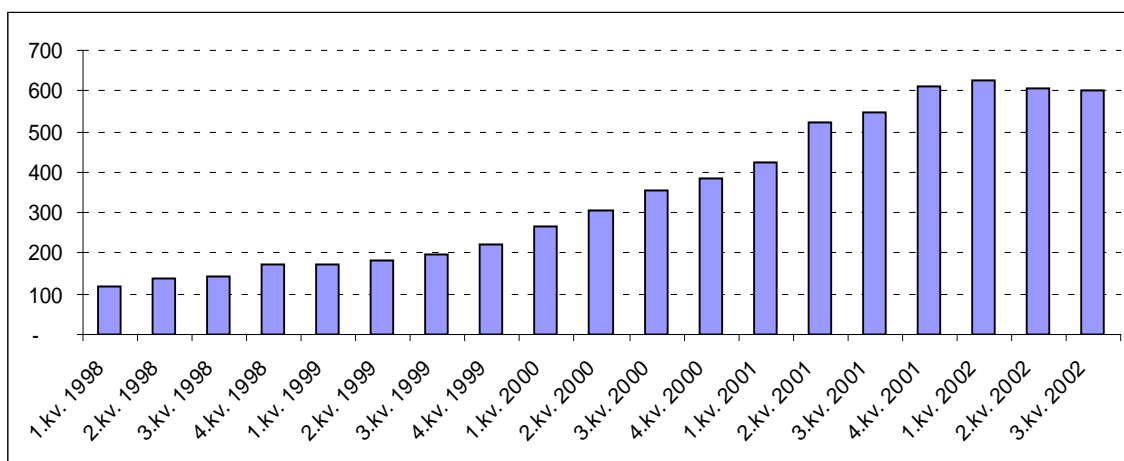
Avkastninga i tredje kvartal 2002 var på $-5,13$ prosent, målt i den valutakorga som svarar til samansetninga av fondet sin referanseportefølje. Figur 1 viser at kvartalet var det nest svakaste sidan Petroleumsfondet første gong investerte i aksjar i 1998. Berre tredje kvartal 2001 har gitt lågare avkastning.

Figur 1: Kvartalsvis avkastning av Petroleumsfondet sidan 1998, målt i valutakorga til fondet



Figur 2 viser at Petroleumsfondet var på 613,7 milliardar kroner ved utgangen av 2001, men at fondet sin verdi i norske kroner fram til utgangen av tredje kvartal 2002 er redusert til 603,6 milliardar kroner. Reduksjonen har skjedd trass i at Finansdepartementet har ført over til saman 115,4 milliardar kroner i nye midlar hittil i 2002. Godtgjering for forvaltninga i 2001 utgjer 0,4 milliardar, mens det reine fallet i marknadsværdi er 125,2 milliardar kroner. Av dette skuldast 46,0 milliardar kroner den negative avkastninga i verdipapirmarknadene, mens 79,2 milliardar skuldast at dei valutaene fondet er plassert i, er blitt nesten 10 prosent mindre verde i forhold til den norske krona. Formålet med forvaltninga av Petroleumsfondet er å oppnå høgast mogleg internasjonal kjøpekraft, og styrkinga av kronekursen har ikkje noko å seie for dette. Med uendra kronekurs sidan årsskiftet ville marknadsværdien av fondet ha auka med om lag 70 milliardar kroner.

Figur 2: Marknadsværdien av Petroleumsfondet 1998-2002, målt i milliardar norske kroner



Petroleumsfondet sin årlege netto realavkastning (etter frådrag for forvaltningskostnader og prisvekst) har sidan 1. januar 1998 vore på 1,2 prosent. Tabell 1 viser avkastninga fram til utgangen av tredje kvartal 2002, rekna som årsrate frå 1. januar i 1998, 1999, 2000 og 2001. Prisveksten er eit vekta gjennomsnitt av prisveksten i dei landa som er med i referanseporteføljen.

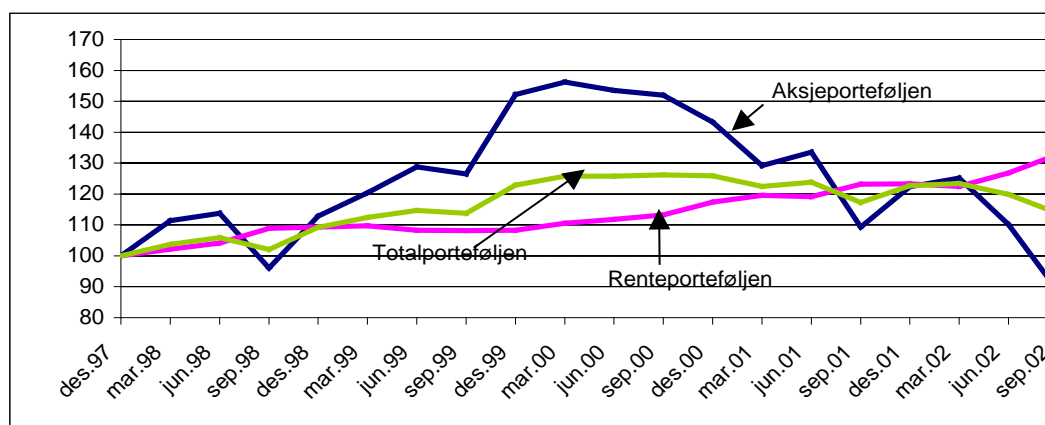
Høgre kolonne i tabellen viser meiravkastninga. Dette er forskjellen mellom den avkastninga Noregs Bank faktisk har oppnådd og avkastninga på referanseporteføljen. Positiv meiravkastning tyder at Noregs Bank skaper meirverdi i forvaltninga. Sidan januar 1998 har meiravkastninga i gjennomsnitt vore på 0,34 prosentpoeng pr. år.

Tabell 1: Årlege avkastningsratar i prosent fram til utgangen av tredje kvartal 2002, målt i valutakorga til fondet

	Brutto årleg avkastning	Årleg prisvekst	Årlege forv. kostnader	Årleg netto realavkastning	Årleg meiravkastning
Frå 01.01.98	2,77	1,46	0,08	1,23	0,34
Frå 01.01.99	1,11	1,58	0,09	-0,56	0,38
Frå 01.01.00	-2,72	1,64	0,09	-4,45	0,11
Frå 01.01.01	-5,58	1,40	0,08	-7,06	0,06

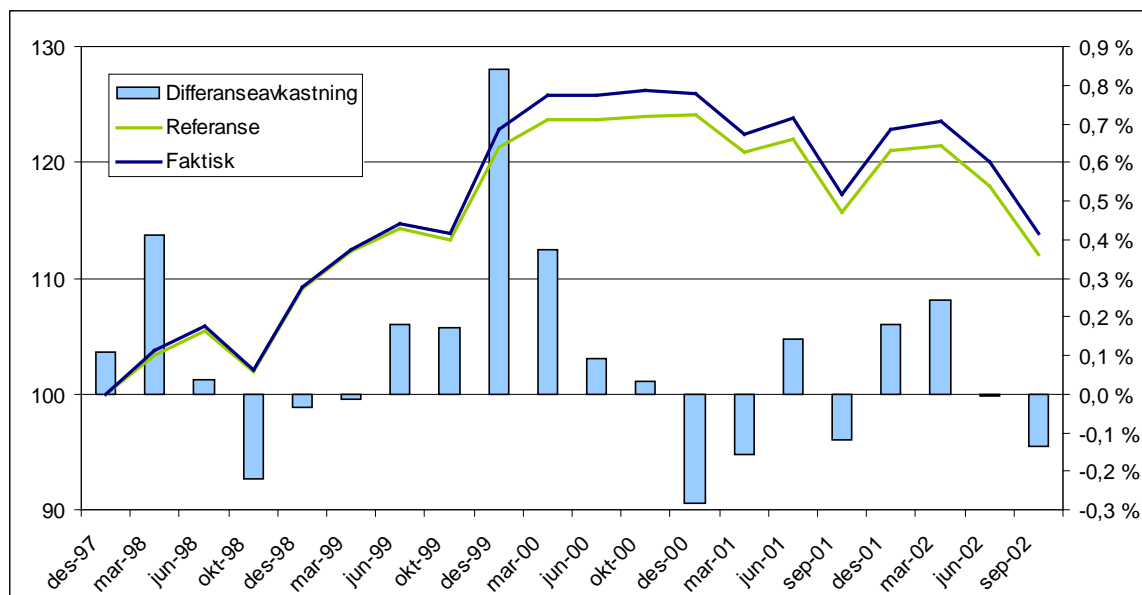
Figur 3 viser den akkumulerte avkastninga frå 1. januar 1998 for rente- og aksjeporteføljane. På desse 19 kvartalane har aksjeinvesteringane gitt ei akkumulert nominell avkastning på -11,5 prosent, mens investeringane i obligasjonar og andre renteberande instrument har gitt 32,8 prosent nominell avkastning.

Figur 3: Indeks for den akkumulerte avkastninga av delporteføljane i Petroleumsfondet 1998-2002. Valutakorga til fondet pr. 31. desember 1997=100



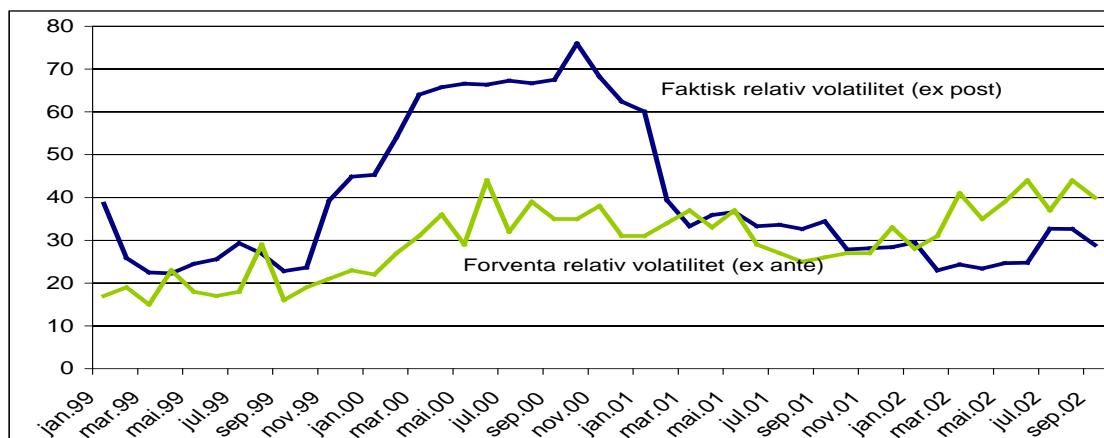
Figur 4 viser akkumulert avkastning for heile Petroleumsfondet sidan 1. januar 1998. Fram til utgangen av tredje kvartal 2002 har avkastninga vore 13,9 prosent. I det same tidsrommet har avkastninga på referanseporteføljen vore 12,1 prosent. Forskjellen mellom den faktiske avkastninga og avkastninga på referanseporteføljen er den meiravkastninga som Noregs Bank har oppnådd. Sidan 1998 har den akkumulerte meiravkastninga vore på til saman 1,8 prosentpoeng. Figuren viser også at meiravkastninga har svinga mykje frå kvartal til kvartal.

Figur 4: Indeks for den akkumulerte avkastninga på den faktiske porteføljen og på referanseporteføljen 1998-2002 (venstre akse, valutakorga til fondet pr 31. desember 1997=100). Meiravkastninga kvart kvartal (høgre akse)



Figur 5 viser utviklinga i relativ marknadsrisiko frå og med desember 1998, målt på to ulike måtar. I retningslinene frå Finansdepartementet bruker ein eit måltal for forventa relativ volatilitet (ofte kalla relativ eller aktiv risiko - sjå kapittel 6 nedanfor) som ei øvre ramme for kor mykje Noregs Bank kan avvike frå referanseporteføljen. I ettertid kan vi bruke variasjonen i meiravkastninga, det vil seie avviket mellom avkastninga av den faktiske porteføljen og av referanseporteføljen, som eit mål for kor stor risiko Noregs Bank har teke i forvaltninga sett i forhold til referanseporteføljen. I figur 5 er denne faktiske relative volatiliteten rekna som årsrate frå 12 månaders rullerande vindauge.

Figur 5: Den relative marknadsrisikoen ved utgangen av kvar måned, målt ex ante ved forventa relativ volatilitet og ex post ved faktisk relativ volatilitet for differanseavkastninga dei siste 12 månadene. Tal i basispunkt (hundredelar av eitt prosentpoeng)

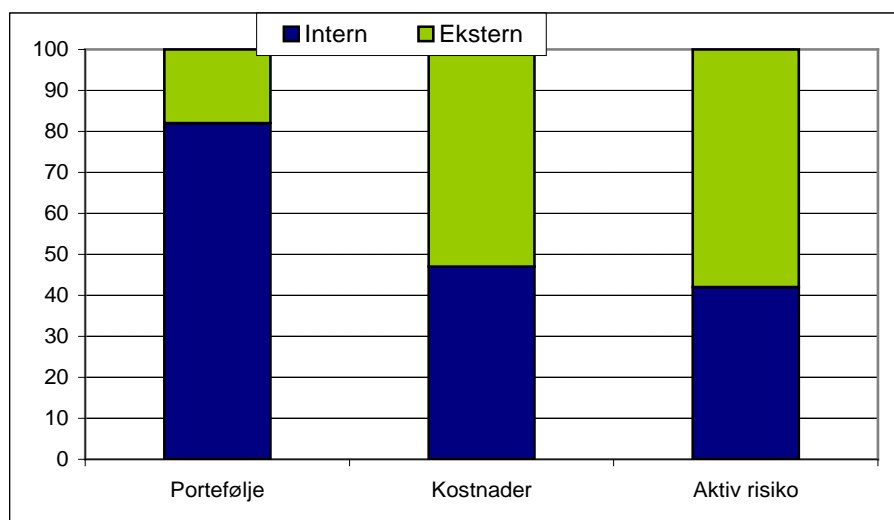


Den faktiske variasjonen i den månedlege meiravkastninga var fram til 2001 til dels mykje høgare enn den forventa relative volatiliteten. Etter det har tala vore nær kvarandre. Både forventa volatilitet og faktisk volatilitet kan svinge mykje sjølv om graden av aktiv forvaltning ikkje blir endra. Dette skuldast at måla blir påverka av ulike trekk i marknadsutviklinga, som til dømes endringar i korrelasjonar mellom aktivaklassar og verdipapir. Forventa relativ volatilitet har vore godt under den grensa på 1,5 prosentpoeng som Finansdepartementet har sett for den relative marknadsrisikoen i Petroleumsfondet sin portefølje.

Informasjonsraten er eit vanleg mål for kor dyktige operative forvaltarar er. Informasjonsraten er forholdstalet mellom meiravkastning pr år og relativ marknadsrisiko (her målt som faktisk relativ volatilitet). Som gjennomsnitt frå første kvartal 1998 til og med tredje kvartal 2002 har informasjonsraten for fondet vore på 0,76, målt som årsrate. Målsetjinga for forvaltninga er å ha ein informasjonsrate på minst 0,2-0,3.

Figur 6 viser nokre nøkkeltal knytte til fordelinga på ekstern og intern forvaltning. Den viser at ved utgangen av tredje kvartal blei 18 prosent av Petroleumsfondet forvalta av eksterne forvaltarar. Samtidig utgjorde kostnadene ved ekstern forvaltning 53 prosent av dei samla forvaltningskostnadene. Den aktive risikoen i den eksterne forvaltninga utgjorde rundt 58 prosent av den samla risikoen knytt til aktiv forvaltning.

Figur 6: Fordelinga av porteføljane, forvaltningskostnadene og den aktive risikoen* mellom intern og ekstern forvaltning (prosent)



* Det finst ingen heilt rett måte å rekne fordelinga av aktiv risiko på. Fordelinga i figuren byggjer på ei summering av risikoen (Value at Risk) i kvart mandat, utan omsyn til korrelasjonen mellom mandata.

Aktiv forvaltning er klart dyrare enn indeksforvaltning, og det forklarar i nokon grad at kostnadane pr krone i den eksterne forvaltninga er langt høgare enn i den interne. Ei supplerande forklaring er at stordriftsfordelane i kapitalforvaltning gjer at intern forvaltning av store porteføljar kan vere kostnadseffektivt samanlikna med å kjøpe forvaltningstenester i marknaden. Noregs Bank sin strategi er at eksterne forvaltarar med spesialisert kompetanse skal stå for ein viktig del av den samla aktive

forvaltninga, jf eigen artikkel om dette i årsrapporten for forvaltninga av Petroleumsfondet i 1999 og brev til Finansdepartementet sendt i september 2000.

2. Mandat

Noregs Bank forvaltar Petroleumsfondet i samsvar med forskrift fastsett av Finansdepartementet 3. oktober 1997 og siste gong endra 16. januar 2002. Petroleumsfondet består av ein ordinær portefølje av eigenkapital- og renteinstrument, og i tillegg eit særskilt Miljøfond som berre er investert i eigenkapitalinstrument.

I samsvar med forskrifta har Finansdepartementet definert ein referanseportefølje for Petroleumsfondet. Referanseporteføljen for den ordinære porteføljen er sett saman av dei aksjane som er med i FTSE aksjeindeksar i 27 land og av dei obligasjonane som er med i Lehman Global Aggregate obligasjonsindeksar i valutaene til 22 land. Frå 28. februar 2002 inneheld rentereferansen ikkje berre statsobligasjonar, men òg obligasjonar frå andre delar av offentleg sektor, obligasjonar frå internasjonale organisasjonar, selskapsobligasjonar og pantesikra obligasjonar.

Aksjar skal utgjere 40 prosent av referanseporteføljen for Petroleumsfondet utanom Miljøfondet, mens obligasjonar skal utgjere 60 prosent. Innanfor aksjedelen av referansen utgjier papir notert på børsar i Europa 50 prosent, i Amerika 30 prosent og i Asia/Oceania 20 prosent. Innanfor rentedelen er dei tilsvarande tala 55, 35 og 10 prosent.

Aktivaklasse- og regionvektene i referanseporteføljen blir kvar dag endra som følgje av endringar i marknadsprisane på dei papira som er med. Tilførsel av nye midlar til Petroleumsfondet skjer normalt ved utgangen av kvar månad. Desse tilførslane blir brukte til å bringe aktivaklasse- og regionvektene i referanseporteføljen så langt tilbake mot dei opphavlege vektene som råd, men ikkje slik at det blir nødvendig å selje noko frå den eksisterande porteføljen. Dermed kan det også etter tilførsel av nye midlar bli ein mindre forskjell mellom vektene i den strategiske referanseporteføljen og vektene i den faktiske referanseporteføljen. Det er den faktiske referanseporteføljen som er grunnlaget for risikostyringa og resultatmålinga i Petroleumsfondet. Vektene i både den strategiske og den faktiske referanseporteføljen ved utgangen av september 2002 er viste i tabell 2. Vektene i rentereferansen gjeld den valutaen obligasjonane lyder på, og det er derfor ikkje oppgitt vektor for kvart land innanfor euro-området.

Det særskilte Miljøfondet er ein aksjeportefølje med same fordeling på regionar som den ordinære aksjeporteføljen, og fondet er investert i dei same landa, med unntak av dei framveksande marknadene Brasil, Sør-Korea, Mexico, Taiwan og Tyrkia. Berre selskap som fyller krav til miljørapportering eller har system for miljøstyring er med i referanseporteføljen for Miljøfondet. Miljøkrava er sett av Finansdepartementet, som også avgjer kva selskap porteføljen kan investerast i.

Finansdepartementet har sett ei grense for kor mykje Petroleumsfondet sin faktiske portefølje kan avvike frå referanseporteføljen. I den ordinære porteføljen skal den relative marknadsrisikoen målt ved forventet relativ volatilitet alltid vere lågare enn

1,5 prosentpoeng. For Miljøfondet er grensa 1 prosentpoeng. Omgrepet relativ volatilitet er nærare forklart i kapittel 6.

Tabell 2: Referanseporteføljen pr. 30. september 2002 for Petroleumsfondet sin ordinære portefølje (utanom Miljøfondet). Tal i prosent

Land for aksje-referansen. Valuta for rentereferansen	Aksjar		Renter	
	Strategisk referanseportefølje	Faktisk referanseportefølje	Strategisk referanseportefølje	Faktisk referanseportefølje
Vekt aktivaklasser	40,0	36,3	60,0	63,7
Austerrike		0,1		
Belgia		0,7		
Finland		1,1		
Frankrike		6,6		
Hellas		0,4		
Irland		0,5		
Italia		2,9		
Nederland		3,7		
Portugal		0,3		
Spania		2,2		
Tyskland		4,3		
<i>Euro-området (EUR)</i>		22,9		47,7
Storbritannia (GBP)		19,2		6,2
Danmark (DKK)		0,5		1,2
Sveits (CHF)		5,6		0,7
Sverige (SEK)		1,4		1,0
Tyrkia		0,1		
Sum Europa	50,0	49,7	55,0	56,8
USA (USD)		28,3		30,7
Brasil		0,1		
Canada (CAD)		1,1		3,0
Mexico		0,2		
Sum Amerika	30,0	29,8	35,0	33,8
Australia (AUD)		2,6		0,5
Hong Kong		1,5		
Japan (JPY)		13,3		8,4
New Zealand (NZD)		0,1		0,1
Singapore (SGD)		0,5		0,3
Sør-Korea		1,2		
Taiwan		1,3		
Sum Asia / Oceania	20,0	20,5	10,0	9,4

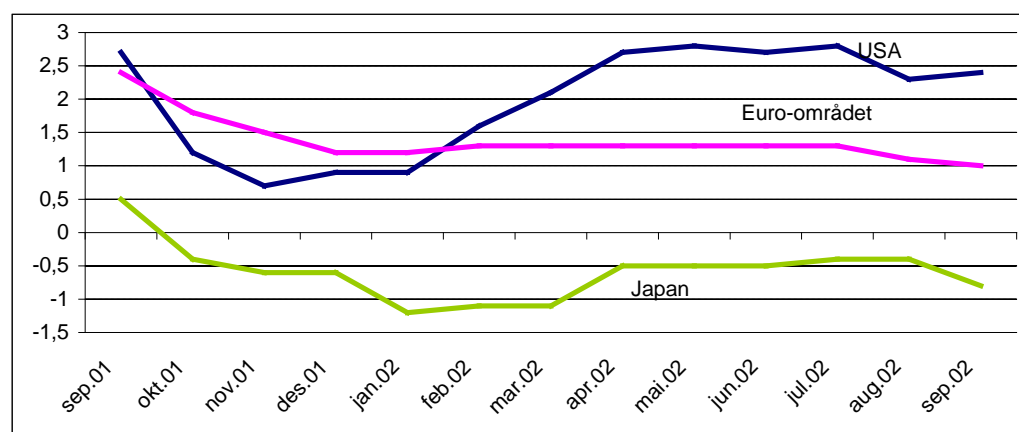
3. Marknadsutviklinga

3.1 Hovuddrag

Figur 7 viser korleis analytikarane sine forventningar til økonomisk vekst i 2002 har endra seg dei siste tolv månadene. Forventningane til veksten i USA auka gjennom første halvår, og har sidan lege på et forholdsvis høgt nivå. Ei viktig årsak er at forbruksetterspørselen har vore langt sterkare enn det mange økonomar spådde då nedgangen byrja. Dette har vore mogleg fordi rentene er sette kraftig ned, samtidig som finanspolitikken i USA er lagt over i meir ekspansiv retning. Lågare renter har resultert i oppgang i bustadsprisane, som igjen har gjort det mogleg for forbrukarane å låne meir med trygd i fast eigedom. Forbrukarane sine disponible inntekter er òg auka gjennom lågare skattesatsar.

I Japan og fleire av dei store økonomiane i Europa har ikkje etterspørselen blitt stimulert på same måten. Forventningane til økonomisk vekst i 2002 ligg klart lågare enn for USA, og for Japan er det forventningar om nedgang i nasjonalproduktet.

Figur 7: Forventa prosentvis vekst i bruttonasjonalproduktet i 2002 i euro-området, USA og Japan, målt på ulike tidspunkt i 2001-2002



Kjelde: Consensus Economics Inc.

Verken hushald eller bedrifter i Japan ser ut til å vere innstilt på å auke etterspørselen etter varer og tenester. Samtidig har staten pårege seg så stor gjeld at regjeringa i Japan ser seg tvinga til å redusere underskotet på statsbudsjettet. Situasjonen i resten av Sørøst-Asia er lysare. I denne regionen aukar investeringane og forbruksetterspørselen langt meir enn i resten av verda. Svake valutaer har stimulert eksporten og nyinvesteringar i auka produksjonskapasitet. Saman med langt lettare tilgang til kreditt har dette også stimulert den innanlandske forbruksetterspørselen.

Utviklinga i innanlandsk etterspørsel i Europa har vore spesielt svak i tredje kvartal. Etterspørselen er dei siste par åra ikkje blitt stimulert ved reduksjonar i rentenivået på same måten som i USA. Heller ikkje finanspolitikken har verka til å halde etterspørselen oppe. Noko av bakgrunnen for det, er den såkalla stabilitetspakta i EU som set eit tak for underskotet på statsbudsjettet. Fleire av dei større landa har støtt mot dette taket.

I sum heng den svake utviklinga i verdsøkonomien i stor grad saman med lågare etterspørsel til investeringar og lagerhald. Både lagerhaldet og investeringane i ny produksjonskapasitet har blitt redusert mykje dette året, spesielt i dei store industrilanda. Faktiske ordre- og produksjonstal viser at aktiviteten i økonomiane er svakare enn for nokre månader sidan.

Oljeprisen har halde seg høg i tredje kvartal. Ein viktig årsak til den høge oljeprisen er den tilspissa situasjonen mellom Irak og USA. I finansmarknadene er det frykt for at ein krig også kan ramme oljeproduksjonen utanfor Irak. Dette aukar tvilen om den framtidige utviklinga i verdsøkonomien.

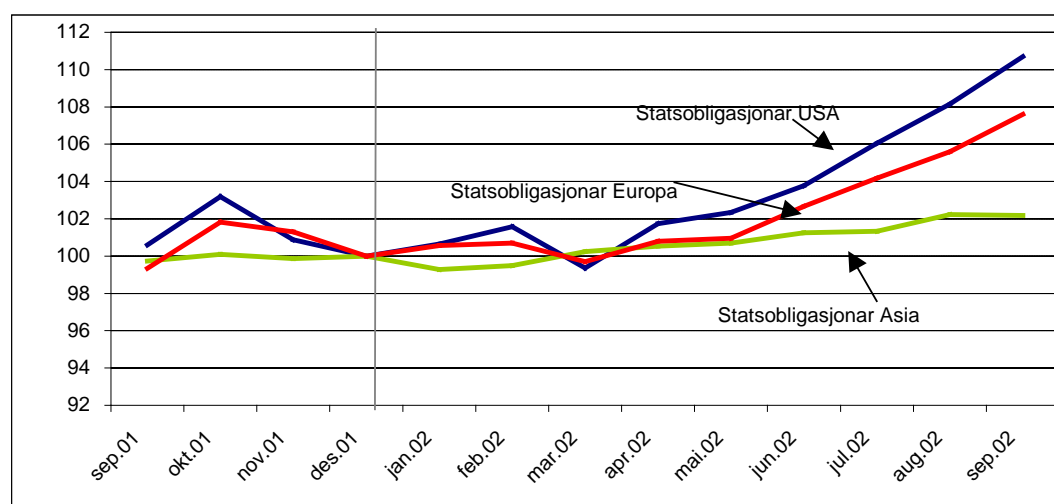
Dei mange avsløringane av misvisande rekneskapstal i store internasjonale selskap har resultert i meir generell mistru til informasjonsverdet i rekneskapstal. Forbrukarar og bedriftsleiarar verda over har blitt meir pessimistiske til utsiktene for verdsøkonomien framover. Ei rekkje indikatorar for den vidare makroøkonomiske utviklinga har vore svake, ikkje berre i USA, men òg i Japan og Europa. Forskjellige spørjeundersøkingar viser at bedrifter og forbrukarar ventar liten vekst i økonomien framover.

3.2 Rentemarknadene

Rentene på statsobligasjonar med ti års løpetid har i tredje kvartal felle både i USA, Japan og Europa. Sterkast har fallet vore i USA, der rentene gjekk frå om lag 4,8 prosent i starten av kvartalet til om lag 3,6 prosent i slutten av kvartalet. Figur 8 viser tilsvarande at avkastninga på den amerikanske statsobligasjonsindeksen i tredje kvartal har vore høgare enn på tilsvarande indeksar i Europa og Japan. Amerikanske statspapir gav ei avkastning på 6,7 prosent målt ved Lehman-indeksen, mens tilsvarande tal for Euro-området og Japan var 4,8 prosent og 0,9 prosent.

Rentenedgangen har truleg to hovudårsaker. Dels heng rentefallet saman med ein kraftig nedgang i aksjekursane gjennom det meste av tredje kvartal. Ei anna viktig årsak til fallet i lange statsobligasjonsrenter ligg i investorane sine forventningar om svakare økonomisk utvikling framover, som omtalt ovanfor.

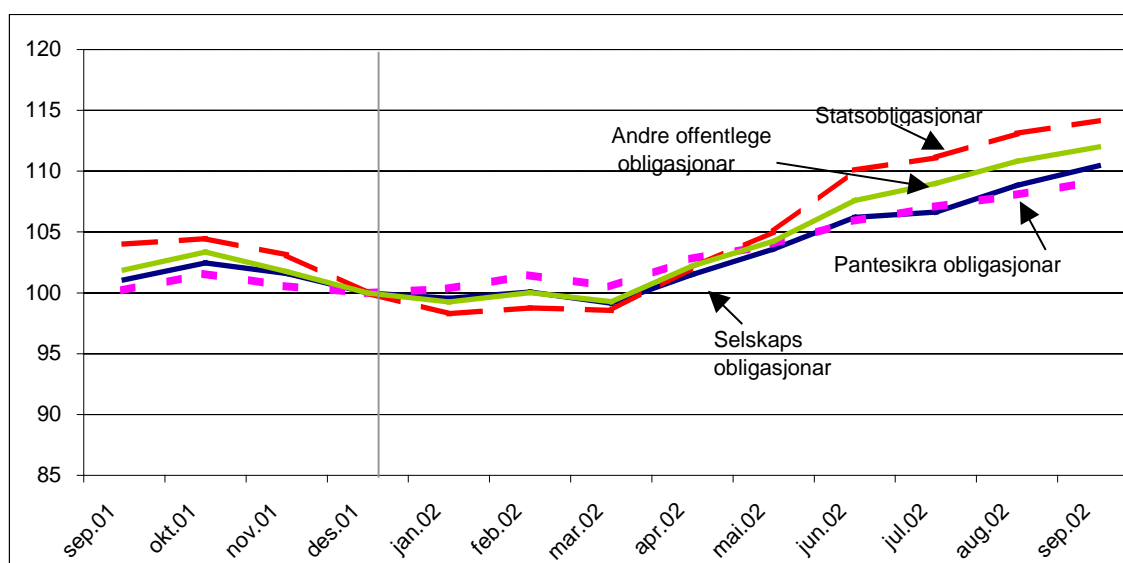
Figur 8: Verdiutviklinga på Lehman Global aggregate statsobligasjonsindeksar i hovudmarknadene frå september 2001 til september 2002 (31.12.01=100)



I markedene for ikkje-statsgaranterte obligasjonar (kredittobligasjonar) har renteforskjellen til statsobligasjonar halde fram å auke gjennom kvartalet, særleg i USA. Spesielt har avkastninga vore svak for obligasjonane med svakast kredittrating. Bakgrunnen er mange nedgraderingar frå kredittratingselskapa. Nedgraderingane er komne som ein reaksjon på stadig svakare inntening, samtidig som selskapa ikkje greier å redusere gjelda i den takta dei har lova.

Figur 9 viser trass i dette om lag same avkastning på kredittobligasjonar som på statsobligasjonar i tredje kvartal. Forklaringa er at valutavektene er ulike i delindeksane, spesielt har Japan mykje større vekt i indeksen for statsobligasjonar.

Figur 9: Verdiutviklinga på Lehman Global Aggregate kredittobligasjonsindeksar frå september 2001 til september 2002 (311201=100)



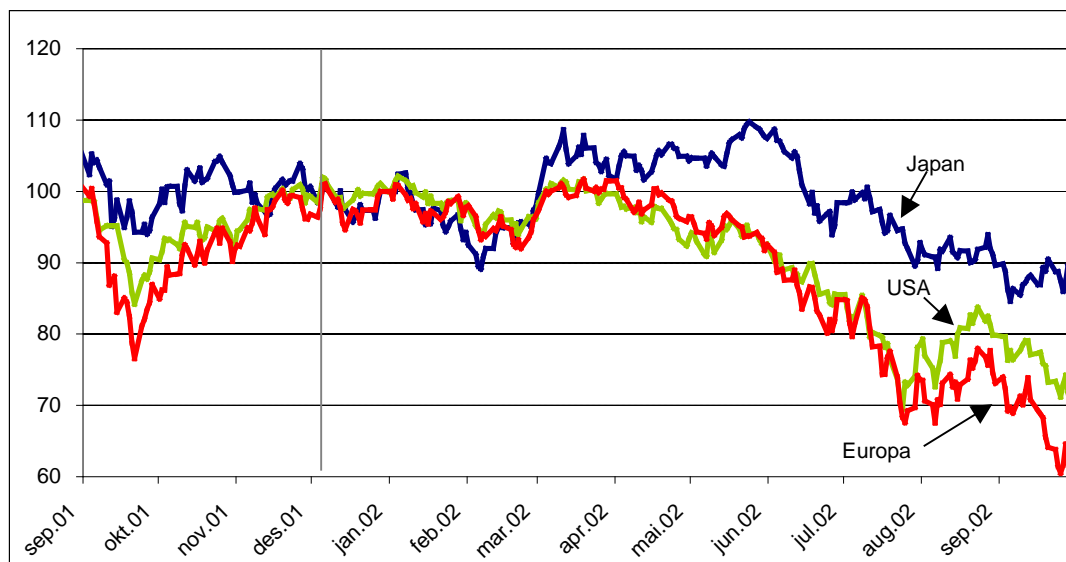
3.3 Aksjemarknadene

Kursane fall i dei viktigaste aksjemarknadene i tredje kvartal. Aksjemarknadene i USA og Europa nådde ein førebels botn i slutten av juli. Frå dette botnnivået steig kursane fram til slutten av august, for så å falle fram til slutten av tredje kvartal. Samla fall dei europeiske aksjemarknadene mest i tredje kvartal, med 28,5 prosent målt med FTSE-indeksen. I USA var fallet gjennom kvartalet på 17,5 prosent, mens det i Japan var på 10,4 prosent.

Tidlegare har TMT-sektorane (telekommunikasjon, media og teknologi) falle sterkest. Desse sektorane var òg blant dei svakaste i dette kvartalet. Spesielt gjeld det leverandørar til telekommunikasjonsindustrien og halvleiarindustrien. Figur 11 viser utviklinga mellom TMT-sektorar og ikkje-TMT sektorer i verdsindeksen. Vi ser at etter denne store oppgangen på slutten av nittitalet har TMT-aksjane heile tida gitt dårlegare avkastning enn marknaden.

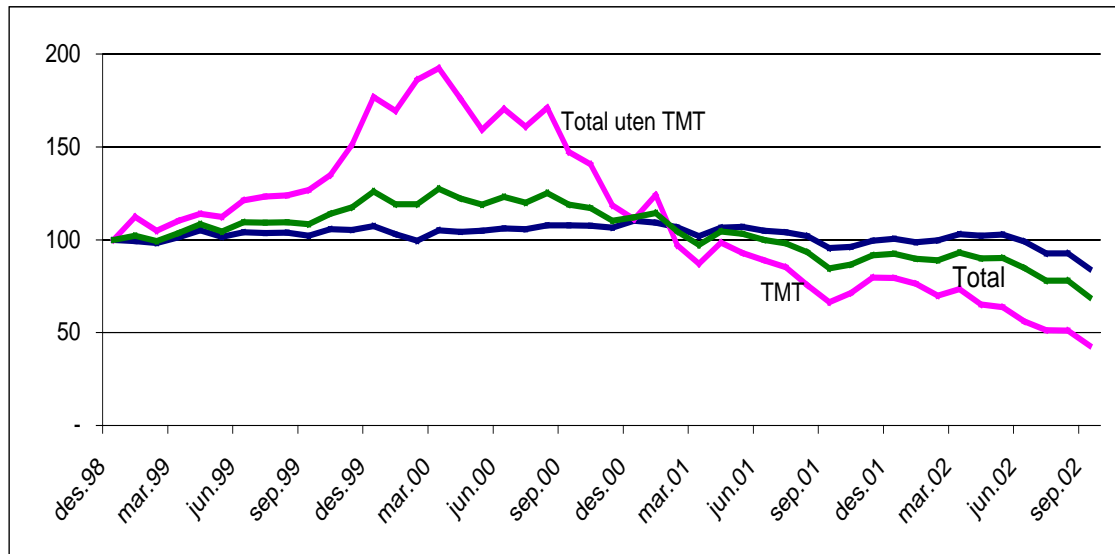
Kursutviklinga i tredje kvartal har òg vore svak i bank- og forsikringssektoren, sjå tabell 3. Dei store investeringsbankane har hatt svak inntening som følgje av liten aktivitet i finansmarknadene. Dei har dessutan motteke store erstatningskrav på grunn av gamle forhold. Det dreier seg om interessekonfliktar mellom bankverksemda og rådgivingsverksemda, som til dømes forfordeling av aksjar ved nyemisjonar og kjøpstilrådingar på bedrifter dei same analytikarane har hatt negativ haldning til i interne notat. Generelt har bank- og forsikringssektoren blitt ramma av stadig dårlegare trygd for utlånsporteføljane, mens livselskapa spesielt har blitt ramma av for høge årlege avkastningsgarantiar. Ein stadig fallande aksjemarknad og mindre trygge utlånsporteføljor har redusert eigenkapitaldekninga, og det har vore speulasjonar om at somme finansinstitusjonar treng meir eigenkapital.

Figur 10: Verdiutviklinga i FTSE aksjeindeksar i hovudmarknadene frå september 2001 til september 2002 (31.12.01 = 100)



Aksjemarknaden er sterkt påverka av forventningane om svakare makroøkonomisk utvikling. Dessutan har den negative utviklinga i aksjemarknaden ført til auka fokus på pensjonskostnadene i bedriftene. Lågare verdi på bedriftene sine pensjonsaktiva samtidig som rentenivået er lågt, fører til at bedriftene må bruke meir av framtidig inntening til å sikre pensjonsforpliktingane. Då vil mindre kome som inntekt til investorane.

Figur 11: FTSE global aksjeindeks 1999-2002: Totalt og TMT-sektorane teknologi, media og telekommunikasjon (31.12.98 = 100)



Tabell 3: Avkastning på FTSE verdsindeks i tredje kvartal 2002, målt i prosent mot amerikanske dollar og mot valutakorga til Petroleumsfondet

Sektor	USD	Valutakorga
Råvarer	-18,11	-18,13
- av dette olje- og gassutvinning	-18,89	-18,91
Prosessindustri	-22,77	-22,79
Generell industri	-20,23	-20,24
- av dette diversifisert produksjon	-15,89	-15,91
Konjunkturfølsame varer	-17,41	-17,43
Ikkje-konjunkturfølsame varer	-8,88	-8,90
Konjunkturfølsame tenester	-17,36	-17,38
- av dette detaljhandel	-17,68	-17,70
Ikkje-konjunkturfølsame tenester	-20,07	-20,09
- av dette telekommunikasjon	-19,46	-19,48
Energi og vassforsyning	-15,09	-15,11
Finansielle tenester	-20,55	-20,56
- av dette bankar	-19,06	-19,08
- av dette forsikringsselskap	-25,95	-25,97
- av dette andre finansielle tenesteytarar	-18,33	-18,35
Informasjonsteknologi	-27,06	-27,08
- av dette IT maskinvare	-28,98	-29,00
- av dette IT programvare og tenester	-24,13	-24,15

4. Gjennomføring av forvaltninga

Marknadsverdien av Petroleumsfondet sin valutaportefølje var ved utgangen av andre kvartal 2002 på 605,4 milliardar kroner. Finansdepartementet førte i tredje kvartal over nye midlar til fondet med 15,5 milliardar kroner 31. juli, 12,5 milliardar kroner 30. august og 9,6 milliardar kroner 30. september. Tilsvarende beløp i valuta blei samtidig overført til verdipapirporteføljen. Samla tilførsel til Petroleumsfondet sin portefølje av internasjonale verdipapir i tredje kvartal var 37,6 milliardar kroner. Ved utgangen av kvartalet har marknadsverdien av fondet sin samla verdipapirportefølje likevel falle til 603,6 milliardar kroner. Nedgangen skuldast i hovudsak kursfallet i aksjemarknadene. Samtidig blei dei valutaene fondet er investert i, om lag ein prosent mindre verd i forhold til den norske krona. Denne komponenten har ikkje noko å seie for fondet si internasjonale kjøpekraft.

Tabell 4: Marknadsverdien av Petroleumsfondet sine delporteføljor (millionar norske kroner)

	Den ordinære aksje-porteføljen	Rente-porteføljen	TAA-porteføljen*	Miljøfondet	Petroleumsfondet totalt
30.sep.01	215 644	327 754	2 833	721	546 952
31.des.01	245 796	362 945	4 153	792	613 686
31.mar.02	258 179	360 718	4 341	1 794	625 032
30.jun.02	231 742	371 145	1 039	1 438	605 363
31.jul.02	228 656	380 506	689	1 328	611 180
31.aug.02	238 953	382 681	228	1 314	623 176
30.sep.02	218 443	383 911	52	1 149	603 556

* TAA-porteføljen inneheld både aksje- og renteinstrument.

4.1. Forvaltninga av renteporteføljen

Marknadsverdien av renteporteføljen auka frå 371,1 til 383,9 milliardar kroner frå utgangen av andre til utgangen av tredje kvartal. Auken kom frå avkastninga på porteføljen. Renteporteføljen mottok ingen nye midlar i tredje kvartal.

Hovudtyngda av porteføljen blir forvalta internt i Noregs Bank med bruk av både utvida indeksforvaltning, der hovudformålet er å oppnå marknadseksponering i samsvar med referanseporteføljen, og aktive strategiar med sikte på å oppnå meiravkastning i forhold til referanseporteføljen.

Frå og med 28. februar 2002 inneheld referanseporteføljen både statsgaranterte og ikkje-statsgaranterte obligasjonar. Alle delindeksar for obligasjonar med høg kreditt-rating i Lehman Global Aggregate indeksen har etter dette positiv vekt i referanseporteføljen, og vektene vil gradvis bli endra til dei når marknadsverdivektene innanfor kvar region. Ikkje-statsgaranterte obligasjonar er lånepapir frå andre offentlege eller internasjonale institusjonar enn staten, selskapsobligasjonar og pantelånssikra obligasjonar.

Innfasinga av ikkje-statsgaranterte obligasjonar i referanseporteføljen og i den faktiske porteføljen blei ført vidare i tredje kvartal i tråd med dei planane som er lagde. Volatiliteten i marknadene for selskapsobligasjonar har vore høg i tredje

kvartal. Dette gav store utfordringar både til sjølve innfasinga, og i samband med driftinga av indeksporføljen av ikkje-statsgaranterte obligasjonar.

Arbeidet med å gjennomgå søknadene til dei nye mandata for ekstern forvaltning som blei utlyst med søknadsfrist 15. januar 2002, heldt fram i tredje kvartal. Det blei ikkje tilført midlar til eksterne mandat i kvartalet.

4.2. Forvaltninga av aksje- og allokeringsporteføljen

Den ordinære aksjeforføljen blei tilført 15,5 milliardar kroner 31. juli, 12,5 milliardar kroner 30. august og ytterlegare 9,6 milliardar 30. september. Marknadsverdien av porteføljen var ved utgangen av tredje kvartal 218,4 milliardar kroner.

Ved utgangen av kvartalet er om lag 68 prosent av aksjeforføljen forvalta internt i Noregs Bank. Om lag 22 prosentpoeng av dette er utvida indeksforvaltning (eller aktiv indeksering), der det blir brukt ulike teknikkar for å tene på spesielle prisingsituasjonar. Om lag 20 prosentpoeng er sektorforvaltning som har låg risiko og skiljer seg lite frå indeksforvaltning, mens om lag 23 prosentpoeng er aktiv forvaltning innanfor utvalde sektorar. I tillegg kjem porteføljar som blir haldne internt fram til dei blir førte over til eksterne aktive forvaltarar. Samla risikotaking i den interne aksjeforfølginga utgjer berre om lag ein tredel av all risikotaking i aksjeforføljen.

To tredelar av risikotakinga er i dei eksterne aksjeforføljingane, som rekna etter marknadsverdi utgjer om lag 32 prosent av aksjeforføljen. Meir enn 60 prosent av dette er aktiv forvaltning i regionale mandat, mens om lag ein fjerdedel er ekstern forvaltning i sektormandat. Resten av den eksterne porteføljen er forvalta av eksterne indeksforvaltarar med aktive strategiar (utvida indeksforvaltning).

I tredje kvartal 2002 har eitt nytt eksternt mandat motteke midlar til forvaltning. Det gjeld Wellington Management Company som har eit mandat for forvaltning innanfor sektoren energi- og vassforsyning.

Omfanget av taktisk aktivaallokering er ytterlegare redusert i løpet av kvartalet

5. Avkastninga av fondet

Medrekna Miljøfondet hadde Petroleumsfondet i tredje kvartal ei periodeavkastning på –5,13 prosent, målt i forhold til valutakorga til referanseporteføljen. Målt i norske kroner var totalavkastninga i tredje kvartal –6,29 prosent. Forskjellen skuldast at krona har styrkt seg gjennom kvartalet, slik at valutakorga til fondet blei 1,1 prosent mindre verd i forhold til krona. Dette har likevel ikkje noko å seie for fondet si internasjonale kjøpekraft.

Tabell 5 viser at Petroleumsfondet sin ordinære portefølje (utanom Miljøfondet) hadde ei periodeavkastning på – 5,10 prosent i tredje kvartal. Avkastninga var positiv i august, men negativ både i juli og september. Tabell 6 viser avkastninga av aksje- og

renteporteføljane i den ordinære porteføljen kvar for seg. Målt i forhold til valutakorga til fondet hadde aksjeporteføljen negativ avkastning med –19,72 prosent i kvartalet, mens avkastninga for renteporteføljen var positiv med 4,72 prosent. God avkastning på renteporteføljen i kvartal med særskilt svak aksjeavkastning er eit mønster som òg har vist seg i føregåande kvartal og år.

Tabell 5: Avkastninga i Petroleumsfondet sin ordinære portefølje (i prosent). Faktisk portefølje og referanseportefølje i tredje kvartal 2002

	Målt i valutakorga til fondet		Målt i NOK		
	Faktisk portefølje	Referanseporteføljen	Faktisk portefølje	Referanseporteføljen	Differanse
Heile 2001	-2,43	-2,45	-5,31	-5,33	0,02
Første kvartal	0,59	0,34	-2,05	-2,30	0,24
Andre kvartal	-2,90	-2,90	-11,17	-11,16	-0,01
Juli	-2,87	-2,69	-1,58	-1,40	-0,18
August	1,03	1,04	-0,08	-0,07	-0,01
September	-3,29	-3,34	-4,68	-4,73	0,05
Tredje kvartal	-5,10	-4,96	-6,26	-6,12	-0,14
Hittil i år	-7,31	-7,40	-18,44	-18,52	0,08
<i>Etter korreksjonspostar</i>			-18,44	-18,58	0,14

Tabell 6 viser også avkastningstal for totalporteføljen (medrekna Miljøfondet) målt i amerikanske dollar, euro og mot ei importvekta valutakorg. Sidan valutakursendingane var små i tredje kvartal er tala nokså like.

Tabell 6: Avkastninga i Petroleumsfondet sin totale portefølje i tredje kvartal 2002 målt mot ulike referansevalutaer (i prosent)

	Aksjar inkl TAA	Renter	Miljøfondet	Totalt
Valutakorga til fondet	-19,72	4,72	-19,07	-5,13
Importvekta valutakorg	-19,93	4,44	-19,29	-5,38
Amerikanske dollar	-19,70	4,74	-19,06	-5,11
Euro	-19,76	4,67	-19,11	-5,18
Norske kroner	-20,71	3,44	-20,07	-6,29

Den ordinære porteføljen hadde i tredje kvartal ei mindreavkastning på 0,14 prosentpoeng i forhold til referanseporteføljen. Mindreavkastninga kom frå den interne og eksterne aksjeforvaltninga og frå taktisk aktivaallokering, med om lag like mykje frå kvar. Renteforvaltninga hadde positiv meiravkastning i kvartalet.

Dei faktiske avkastningstala i tabell 5 og 6 er rekna med frådrag for ei rekkje kostnader som det ikkje blir gjort frådrag for ved utrekning av referanseavkastninga. I tredje kvartal 2002 gjeld det særleg direkte transaksjons- og skattekostnader i samband med innfasing av kredittobligasjonar i renteporteføljen. Det gjeld dessutan transaksjons- og skattekostnader i samband med investering av nye midlar i aksjemarknadene og skatt på utbyte i enkelte land. Dersom ein også tek omsyn til desse kostnadskomponentane for referanseporteføljen, blir mindreavkastninga i tredje kvartal 0,02 prosentpoeng lågare.

Dei faktiske avkastningstala tek med inntekter frå utlån av verdipapir, mens referanseavkastninga ikkje gjer det. Det dreier seg om kortsiktige utlån til motpartar som både har høg kredittrating og stiller full trygd for verdien av dei papira som blir lånte. Utlånsinntektene var i tredje kvartal på 50 millionar kroner, som utgjorde litt mindre enn 0,01 prosentpoeng av den gjennomsnittlege totalporteføljen. Dersom dette blir lagt til referanseavkastninga, blir netto korreksjonspostar i tredje kvartal 2002 om lag 0,01 prosentpoeng av den gjennomsnittlege totalporteføljen i fondet. I første halvår var tilsvarande tal 0,06 prosentpoeng. Den siste lina i tabell 5 viser at Noregs Bank sitt bidrag til meiravkastning hittil i år, dermed har vore på 0,14 prosentpoeng.

Tabell 7 viser at Miljøfondet i tredje kvartal hadde ei avkastning på –19,07 prosent målt i valutakorga, og –20,07 prosent målt i norske kroner. Den faktiske avkastninga var 0,08 prosentpoeng høgare enn referanseavkastninga. Samla for dei tre første kvartala i 2002 har referanseavkastninga for Miljøfondet vore 0,68 prosentpoeng lågare enn avkastninga på ein tilsvarande referanseportefølje der ingen bedrifter var tekne ut etter miljøkriterium.

Tabell 7: Avkastninga i Miljøfondet i tredje kvartal 2002 (i prosent)

	Målt i valutakorga til fondet		Målt i NOK		
	Faktisk portefølje	Referanseportefølje	Faktisk portefølje	Referanseportefølje	Differanse
Heile 2001	-18,94	-18,90	-20,83	-20,79	-0,04
Første kvartal	1,30	1,32	-1,36	-1,35	-0,02
Andre kvartal	-12,39	-12,39	-19,85	-19,85	0,00
Juli	-8,86	-8,89	-7,66	-7,68	0,03
August	0,08	0,07	-1,02	-1,02	0,01
September	-11,27	-11,32	-12,55	-12,60	0,05
Tredje kvartal	-19,07	-19,15	-20,07	-20,14	0,08
Hittil i år	-28,17	-28,24	-36,81	-36,86	0,05
Memo: Ordinær referanse med landvekter som i Miljøfondet		-27,47		-36,18	

6. Risikoeksponering

Finansdepartementet har sett ei grense for marknadsrisikoen i den faktiske porteføljen i forhold til referanseporteføljen. Denne relative marknadsrisikoen skal alltid vere lågare enn 1,5 prosentpoeng (150 basispunkt) forventa relativ volatilitet. Figur 12 viser at den relative marknadsrisikoen i tredje kvartal 2002 har lege godt innanfor den øvre grensa. Ved utgangen av kvartalet var forventa relativ volatilitet for totalporteføljen på 40 basispunkt.

RiskManager

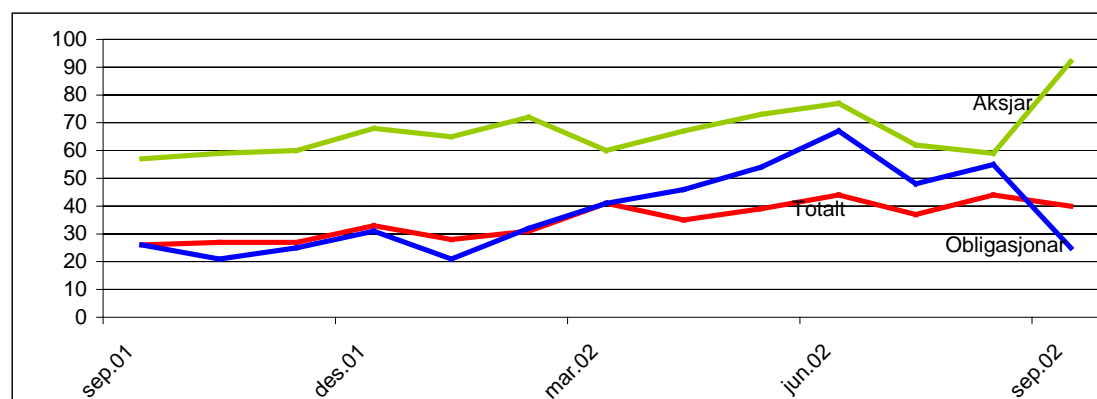
Frå og med september 2002 blir forventa relativ volatilitet målt med risikomodellen RiskManager frå Riskmetrics. Denne modellen kjem i staden for BARRA som har vore brukt til no. Avgjerda om å byte ut BARRA er teken av Finansdepartementet etter råd frå Noregs Bank. Grunnen er at BARRA ikkje godt nok dekkjer alle dei finansielle instrumenta som no blir nytta i forvaltninga. Særleg gjeld det pantesikra obligasjonar som frå 2002 blir tekne med i referanseporteføljjen for Petroleumsfondet.

Dei to modellane skil seg frå kvarandre ved at BARRA modellerer risikoen ved kvart verdipapir gjennom eit sett faktorar, mens RiskManager gjer direkte bruk av prisseriar for verdipapir til å estimere ei kovariansmatrise. Men begge modellane byggjer på historiske avkastningstal, med noko større vekt på nyare tal enn på eldre. For Petroleumsfondet sin totalportefølje gir dei to modellane om lag same tal for forventa relativ volatilitet, mens det kan vere større forskjellar for aksje- og renteporteføljane kvar for seg. I forhold til grensa for risikoeksponering i forskrifta frå Finansdepartementet har overgangen til ny risikomodell lite å seie.

Den relative risikoen er høgare i aksjeforvaltninga enn i renteforvaltninga. Det har samanheng med at aksjemarknadene svingar meir enn rentemarknadene, slik at like store posisjonar gir meir risiko i aksjeforvaltninga. Det har også samanheng med at omfanget av aktiv forvaltning har vore noko større på aksjesida. Forskjellen i relativ risiko er blitt mindre i tredje kvartal. Hovudårsaka er at ikkje-statsgaranterte obligasjonar utgjer en aukande del av renteporteføljjen, og at avkastninga på desse obligasjonane varierer meir enn på statsobligasjonar.

Den relative marknadsrisikoen i Miljøfondet ved utgangen av september var på 56 basispunkt, målt som forventa relativ volatilitet i forhold til denne porteføljjen sin referanse. Den øvre grensa som Finansdepartementet har fastsett, er på 100 basispunkt.

Figur 12: Forventa relativ volatilitet ved kvar månadslutt siste 12 månader. Basispunkt (hundredelar av eit prosentpoeng)



Forventa relativ volatilitet

Finansdepartementet si grense for marknadsrisiko i forvaltninga av Petroleumsfondet bruker risikomålet *forventa relativ volatilitet*. Målet er definert som forventa verdi av standardavviket til differansen mellom den årlege avkastninga på dei faktiske investeringane og avkastninga på referanseporteføljen. Når avvika frå referanseporteføljen er avgrensa ved å setje ei øvre grense for forventa relativ volatilitet, vil den faktiske avkastninga som oftast variere innanfor eit band rundt avkastninga på referanseporteføljen. Dess lågare ein set grensa for marknadsrisiko, dess snevrare blir bandet. Forventa relativ volatilitet på 1,5 prosentpoeng eller 150 basispunkt tyder at faktisk avkastning på ein portefølje som ligg fast over tid, i to av tre år vil avvike med mindre enn 1,5 prosentpoeng frå referanseavkastninga.

Tabell 8 viser samansetninga av obligasjonsporteføljen basert på kredittvurderingane til Moody's og Standard & Poor's (S&P). I tabellen er statsobligasjonar og statsgaranterte obligasjonar utan kredittvurdering gitt heimlandet si kredittvurdering. Til dømes har statsgaranterte obligasjonar frå byen Kobe, denominert i USD, fått Aa/AA, som er den japanske staten sin karakter ved låneopptak i framand valuta. Etter Finansdepartementet sine retningsliner for kredittrisiko kan Petroleumsfondet normalt ikkje investere i verdipapir med lågare kredittvurdering enn Baa frå Moody's eller BBB frå S&P. Likevel kan inntil 0,5 prosent av renteporteføljen vere investert i papir som er vurderte til Ba frå Moody's eller til BB frå S&P. Desse retningslinene er følgde i tredje kvartal 2002.

Tabell 8: Obligasjonsporteføljen pr 30.september 2002 fordelt etter kredittvurdering (prosent av marknadsverdi)

Moody's		Standard & Poor's	
Karakter	Prosent av total	Karakter	Prosent av total
Aaa	61,0	AAA	58,3
Aa	20,3	AA	29,0
A	14,5	A	7,6
Baa	4,0	BBB	4,1
Lågare	0,04	Lågare	0,04
Inga rating	0,1	Inga rating	0,9

Den viktigaste forskjellen mellom dei to byråa er at Moody's har karakteren A på japanske statsobligasjonar, mens S&P har karakteren AA på dei same obligasjonane. Renteporteføljen består utanom obligasjonar også av ein mindre del korte verdipapir og kontantar. Alle korte papir i porteføljen har kredittvurdering P-1 frå Moody's og A-1/A-2 frå Standard&Poor's.

Tabell 9 gir ei oversikt over andre grenser for risikoeksponering som er fastsette i Finansdepartementet si forskrift og retningsliner for den ordinære porteføljen, og den tilpassinga som faktisk har vore gjort i kvartalet. Forvaltninga har gjennom heile kvartalet vore utført innanfor grensene.

Tabell 9: Grensene for risikoeksponering i forskrifta og retningslinene

Paragraf	Risiko	Grenser	Faktisk				
			30.09.01	31.12.01	31.03.02	30.06.02	30.09.02
§ 4	Marknadsrisiko	Maksimalt 1,5 prosent-poeng relativ volatilitet	0,3	0,3	0,4	0,4	0,4
§ 5	Aktivafordeling	Obligasjonar 50-70%	60,0	59,2	57,9	61,5	63,7
		Aksjar 30-50%	40,0	40,8	42,1	38,5	36,3
§ 6	Valutafordeling	Europa 40-60%	49,9	50,4	52,8	54,2	54,1
		Amerika 20-40%	30,7	30,8	33,0	32,2	32,6
		Asia/Oceania 10-30%	19,4	18,8	14,2	13,6	13,3
	Nye marknader	< 5% av aksjeporteføljen	1,2	1,9	2,2	2,6	2,6
§ 7	Renterisiko	Modifisert durasjon 3-7	5,6	5,4	5,3	5,2	5,3
§ 8	Kredittrisiko*	Maks 20% i bankinnskott	4,6	3,4	4,7	2,5	4,3
§ 10	Eigardel	Maks 3% av eit selskap	1,7	2,0	2,6	2,6	2,8

* I tillegg til ordinære bankinnskott er reinvesterte kontantar mottekne som trygd frå utlån av verdipapir tekne med i tabellen. For andre grenser for kredittrisiko, sjå tabell 8.

7. Kostnader i forvaltninga

Tabell 10 gir ei oversikt over kostnader ved forvaltninga av Petroleumsfondet i dei tre første kvartala i 2002. Kostnadene består dels av honorar til eksterne forvaltarar og depot- og oppgjersinstitusjonar og dels av Noregs Bank sine interne driftskostnader. Noregs Bank Kapitalforvaltning forvaltar utanom Petroleumsfondet og Statens petroleumsforsikringsfond også den største delen av Noregs Bank sine valutareservar. Dei totale interne kostnadene er delt på dei tre fonda ved hjelp av eit sett internprisar. Dei interne kostnadene tek òg med alle støttefunksjonar utførte i Noregs Bank utanom Kapitalforvaltninga. Omfanget av den siste typen kostnader er utrekna etter dei retningslinene som gjeld for forretningsdrift i Noregs Bank.

Omrekna til årsrate utgjer kostnadene i tabellen 0,12 prosent (12 basispunkt) av gjennomsnittleg portefølje for aksjar og taktisk aktivaallokering og 0,04 prosent (4 basispunkt) av gjennomsnittleg portefølje for obligasjonar. Dette er om lag same kostnad pr. krone som i 2001. Forvaltningskostnadene har altså auka like mykje som forvaltningskapitalen. Det heng saman med at forvaltninga etter kvart er blitt meir spesialisert for å oppnå diversifisering av marknadsrisikoen, og med at porteføljen etter kvart blir investert i fleire og meir komplekse instrument. Til dømes er referanseporteføljen i 2002 utvida til også å omfatte obligasjonar med opsjonselement. Denne komplekse forvaltninga krev mellom anna ein sterkare infrastruktur på IT-sida enn det ein treng med enklare forvaltning.

Forvaltningskostnadene rekna som del av forvaltningskapitalen er også påverka av at krona har styrkt seg med om lag 10 prosent frå årsskiftet. Sidan halvparten av kostnadene er i kroner, mens heile kapitalen er i utanlandsk valuta, aukar kostnaden pr. krone når krona blir meir verd.

I tillegg til kostnadene ovanfor kjem avkastningsavhengige honorar til eksterne aksjeforvaltarar med 40 millionar kroner (3 basispunkt av gjennomsnittleg aksjeportefølje) og avkastningsavhengige honorar til eksterne renteforvaltarar med 9

millionar kroner. Beløpa blir fastsette ut frå forvaltarane si samla meiravkastning over dei fire siste kvartala. Medrekna desse avkastningsavhengige honorara utgjør kostnadene i aksje- og allokeringsforvaltninga 15 basispunkt og kostnadene i renteforvaltninga 5 basispunkt av dei gjennomsnittlege delporteføljane.

Tabell 10: Forvaltningskostnader dei tre første kvartala i 2002 (i 1000 kroner og basispunkt omrekna til årsrate av gjennomsnittleg portefølje)

	2002		2001	
	1000 kroner	Basispunkt	1000 kroner	Basispunkt
Honorar til eksterne aksje- og allokeringsforvaltarar, utanom avkastningsavhengige honorar	95 580		58 085	
Kostnader til aksjedefot og oppgjer	29 757		32 355	
Interne kostnader i aksje- og allokeringsforvaltninga	102 537		54 526	
Sum aksjeforvaltning og aktivaallokering	227 874	12	144 967	11
<i>Avkastningsavhengige honorar til eksterne aksjeforvaltarar</i>	<i>39 822</i>		<i>27 149</i>	
Honorar til eksterne renteforvaltarar, utanom avkastningsavhengige honorar	15 594		15 203	
Depotkostnader renter	16 599		12 590	
Interne kostnader i renteforvaltninga	93 312		46 885	
Sum renteforvaltning	125 506	4	74 677	4
<i>Avkastningsavhengige honorar til eksterne renteforvaltarar</i>	<i>9 177</i>		<i>696</i>	
Sum forvaltningskostnader, utanom avkastningsavhengige honorar	353 380	8	219 644	7
Sum alle forvaltningskostnader	402 379	9	247 489	8

For heile porteføljen er forvaltningskostnadene, utanom avkastningsavhengige honorar og rekna som årsrate, på 8 basispunkt av gjennomsnittleg marknadsverdi hittil i år.

Forvaltningsavtalen mellom Finansdepartementet og Noregs Bank fastset prinsippa for den godtgjeringa Noregs Bank skal ha for å forvalte Petroleumsfondet sine porteføljar. For 2002 skal godtgjeringa vere lik dei faktiske forvaltningskostnadene, innanfor ei øvre grense på 10 basispunkt av gjennomsnittleg forvaltningskapital. Honorar til eksterne forvaltarar som følgjer av oppnådd meiravkastning blir likevel dekt utover denne øvre grensa. Avtalar om avkastningsavhengige honorar er gjorde med dei fleste eksterne aktive forvaltarane etter prinsipp som er godkjende av Finansdepartementet.

8. Rekneskapsrapportering

Tabell 11 viser fordelinga på ulike instrument slik ho er vist i Noregs Bank sin rekneskap ved utløpet av dei fem siste kvartala. Tabell 12 viser bokført avkastning, som i tredje kvartal var negativ med 39 367 millioner kroner før forvaltningsgodtgjeringa til Noregs Bank blir trekt frå. Det meste skuldast kurstap på aksjeporteføljen.

Rekneskapstala byggjer på handlerette posisjonar (utanom kontantar). Tala er marknadsverdiar utrekna med kvalitetssikra prisar. Plasseringane i utanlandsk valuta er omrekna til norske kroner etter marknadskursar pr 30. september noterte av WM Reuters i London. Rekneskapsverdien av Petroleumsfondet sin portefølje avvik frå marknadsverdien i tabell 4 ovanfor, fordi forvaltningsgodtgjersla ikkje er trekt frå der, og fordi nokre instrument er verdsette på ein annan måte, jf vedlegget om metodegrunnlag for avkastningsutrekningane. Av same grunn er det små avvik i avkastningstala.

Tabell 11: Petroleumsfondet sin internasjonale portefølje pr 30. september 2002 fordelt på instrument (1000 kroner)

	30.09.01	31.12.01	31.03.02	30.06.02	30.09.02
Kortsiktige fordringar inkl. innskott i utanlandske bankar	42 406 244	20 002 123	16 024 677	2 699 820	7 270 772
Pengemarknadsplasseringar i utanlandske finansinstitusjonar mot trygd i verdipapir	105 857 427	121 848 011	117 783 989	111 666 155	174 327 946
Innlån frå utanlandske finansinstitusjonar mot trygd i verdipapir	-117 779 691	-119 092 695	-130 281 198	-125 929 639	-152 080 172
Utanlandske renteberande verdipapir	322 464 755	350 008 902	365 329 261	388 938 848	359 025 773
Utanlandske aksjar	194 013 322	240 884 381	256 209 363	227 800 284	215 039 688
Reguleringar av terminkontraktar	14 053	39 018	4 703	157 506	-2 138
Total portefølje før forvaltningsgodtgjersle	546 976 110	613 689 740	625 070 795	605 332 974	603 581 869
Opptent forvaltningsgodtgjersle	-253 831	-372 255	-130 000	-260 000	-391 000
Total verdi av porteføljen i rekneskapen	546 722 279	613 317 485	624 940 795	605 072 974	603 190 869

Utanom balansen var det pr 30. september kjøpt børsnoterte futurekontraktar med ein samla marknadsverdi på 22 962,8 millionar kroner og selt børsnoterte futurekontraktar med ein samla marknadsverdi på 14 411,6 millionar kroner. Det var kjøpt rentebyteavtalar med ein samla marknadsverdi på 122 968,1 millionar kroner og selt rentebyteavtalar med ein samla marknadsverdi på 123 638,9 millionar kroner. Det var vidare kjøpt og selt ulike valutaer på termin med ein samla kontraktsverdi på 5 412,5 millionar kroner.

Tabell 12: Bokført avkastning av Petroleumsfondet sin internasjonale portefølje pr 30. september 2002 (1000 kroner)

Bokført avkastning	30.09.01	31.12.01	31.03.02	30.06.02	30.09.02
Renteelement	10 732 345	14 911 191	4 927 613	9 919 129	13 864 562
Utbyte	2 246 593	2 738 851	1 071 776	2 635 581	3 701 793
Valutakursregulering	-8 483 760	-16 242 683	-16 538 659	-72 943 773	-81 254 669
Ikkje realisert verdipapirtap/vinst	-41 743 938	-19 308 721	3 245 737	-15 562 677	-44 113 967
Realisert verdipapirvinst	-2 757 605	-4 190 744	-5 350 807	-8 888 435	-15 151 178
Kurtasje	-40 087	-48 960	-2 487	-1 030	3 274
Resultat terminhandel valuta	-3 362	1 477	-214	72	4 691
Vinst/tap futures	-2 619 463	-1 816 099	105 566	-969 702	-2 232 270
Bokført avkastning på plasseringar	-42 669 277	-23 955 688	-12 541 475	-85 810 835	-125 177 764
Opptent forvaltningsgodtgjersle	-253 831	-372 255	-130 000	-260 000	-391 000
Netto opptent avkastning	-42 923 108	-24 327 943	-12 671 475	-86 070 835	-125 568 764

Inntekter og kostnader i valuta er i tabell 12 omrekna til norske kroner etter kursen på handletidspunktet og periodisert etter rekneskapsprinsippet.

VEDLEGG:

METODEGRUNNLAGET FOR AVKASTNINGSUTREKNINGANE¹

Avkastninga blir rekna etter marknadsverdiprinsippet, det vil seie at porteføljane blir verdsette til dei aktuelle marknadsprisane ved starten og slutten av utrekningsperioden. I avkastningsutrekningane er rentekostnader/-inntekter, aksjeutbyte, og endringar i volum og verdipapirprisar tekne med og periodiserte. Handledato blir nytta ved periodisering av inngåtte, ikkje oppgjorde transaksjonar. Avkastninga blir samanlikna med avkastninga på den fastsette referanseporteføljen. Differanseavkastninga mellom den faktiske porteføljen og referanseporteføljen blir målt som ein aritmetisk differanse.

For ein portefølje der det skjer inn- og utbetalingar, er det best å nytte tidsvekta metode i avkastningsutrekningane. Metoden krev at ein reknar ut marknadsverdien av porteføljen på kvart tidspunkt med inn-/utbetaling og finn avkastninga som endringa i marknadsverdien frå det eine tidspunktet til det andre. Slik finn ein på kvart tidspunkt ein indeks for marknadsverdien i forhold til førre kontantstraumtidspunkt. Ved å multiplisere desse indekstala for dei enkelte delperiodane kan ein rekne ut avkastninga for heile perioden. Kontantstraumselementa vil med dette berre gi avkastning frå og med tidspunktet for inn-/utbetaling¹.

Noregs Bank har til no kvalitetssikra marknadsverdiar berre ved månadsslutt², og ein reknar derfor ikkje tidsvekta avkastning innanfor kvar månad. I staden nyttar ein pengevekta metode (modifisert Dietz metode) der den prosentvise månadlege avkastninga blir utrekna ved å fordele dei enkelte kontantstraumane på inngangs- og utgangsverdiane. Avkastninga finn ein ved å dividere den justerte utgangsverdien på den justerte inngangsverdien³.

Modifisert Dietz metode kan ein skildre ved følgjande formel:

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

der

R_M	= Pengevekta avkastning i perioden
MV_B	= Inngangsverdi
MV_E	= Utgangsverdi
T	= Tal dagar i perioden
i	= Dagnummer i perioden
K_i	= Kontantstraum på dag nr. i

¹ Ei meir detaljert framstilling av avkastningsutrekningane finn ein i "Forvaltning av Statens petroleumsfond Årsrapport 1999 – Temaartikkel 2".

² Ein reknar også ut daglege marknadsverdiar, men dette er til no ikkje på kvalitetssikra data. Ein arbeider med å betre kvaliteten på desse dataene.

³ Tilførsalar til Statens petroleumsfond skjer berre ved månadsslutt. Det skjer heller ikkje tilførsalar/uttrekk frå aksje- og renteporteføljen innanfor kvar månad. Det tyder at for totalfondet, renteporteføljen og aksjeporteføljen vil dei to metodane (modifisert Dietz metode og tidsvekta metode) gi det same resultatet for den månadsavkastninga ein reknar ut. Det er berre ved utrekning av avkastning for delporteføljor (valutaporteføljor og enkeltmandat) at ein vil kunne få ulike resultat i utrekningane avhengig av kva for ein metode ein nyttar.

For lengre periodar, som kvartals-, års- og til no i år-avkastning, nyttar ein geometrisk avkastning. Det vil seie at avkastningsindeksane for kvar delperiode blir multipliserte. Denne avkastninga blir eit tidsvekta produkt av avkastninga dei enkelte månadene.

Avkastninga blir rekna både i norske kroner og i lokal valuta. Den totale avkastninga i norske kroner reknar ein ut ved å summere marknadsværdien i norske kroner for alle enkeltvalutaer og fordele dei totale kontantstraumane i norske kroner, slik det er forklart i formelen. WM/Reuters valutakursar⁴ blir nytta ved omrekning frå lokal valuta til norske kroner.

Kroneavkastninga til referanseporteføljen blir rekna som differansen mellom avkastninga i norske kroner og lokal valuta, målt i referanseporteføljen si valutafordeling. Den fortel kor mykje krona har appresiert/depresiert målt mot referanseporteføljen si valutafordeling.

Avkastningsutrekningane blir gjorde i eigne modellar som blir avstemde mot rekneskapssystemet. Ein kan få avvik i utrekna avkastning mellom avkastningsmodellane og rekneskapen på grunn av at enkelte instrument blir verdsette etter ulike prinsipp. Avvika kjem frå forskjellar i korleis ein reknar opptente renter og ikkje tilbakebetalt kjeldesatt. I rekneskapen blir det også gjort avsetningar for å dekkje godtgjerings frå Finansdepartementet til Noregs Bank.

Referanseporteføljen

Referanseporteføljen er samansett av ein aksjereferanse og ein rentereferanse, som byggjer på internasjonalt respekterte marknadsindeksar. I den strategiske referanseporteføljen er aktivafordelinga 60 prosent i renteinstrument og 40 prosent i aksjar. Petroleumsfondet sin faktiske referanseportefølje vil i periodar mellom to fulle rebalanseringar avvike frå dei fastsette vektene i den strategiske referanseporteføljen som følgje av den faktiske marknadsutviklinga innanfor kvar av aktivaklassane. I samband med månadlege tilførslar til Petroleumsfondet blir det gjort ei delvis rebalansering av den faktiske referanseporteføljen, slik at aktivsamansetninga i størst mogleg grad blir sett tilbake til dei strategiske vektene.

Aksjereferansen

Aksjereferanseporteføljen byggjer på marknadsindeksen FTSE All-World Index. Den er fordelt på dei tre regionane Europa, Amerika og Asia/Oceania. I den strategiske referanseporteføljen er fordelinga på regionane 50 prosent i Europa, 30 prosent i Amerika og 20 prosent i Asia/Oceania. Aksjeinvesteringane innan kvar region blir fordelte på godkjende land⁵ etter marknadsværdiar målte ved FTSE-indeksane. Land- og regionvektene i den faktiske referanseporteføljen følgjer marknadsutviklinga, men blir i samband med dei månadlege tilførslane i størst mogleg grad sette tilbake til dei strategiske vektene.

Prinsippa for samansetninga av FTSE-indeksen er gjorde greie for i "Ground Rules for the Management of the FTSE All-World Index, Version 1.12 June 2002".

⁴ WM/Reuter Closing Spot Rates, blir fastsett klokka 16:00 London tid.

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

Miljøfondet sin referanseportefølje er samansett av dei selskapa i FTSE All-World Index som oppfyller nærare fastsette krav til miljørapportering eller miljøstyringssystem. Referanseporteføljen inneheld dei same landa som den ordinære aksjereferansen, med unntak for fem framveksande marknader. Det er det britiske konsulentselskapet Ethical Investment Research Service (EIRIS) som har fått i oppdrag frå Finansdepartementet å identifisere desse selskapa. Regionvektene i Miljøfondet blir ikkje rebalansert, men følgjer marknadsutviklinga i referanseporteføljen.

Rentereferansen

Rentereferanseporteføljen byggjer på Lehman Global Aggregate Index (LGA). Den er fordelt på dei tre regionane Europa, Nord-Amerika og Asia. I den strategiske referanseporteføljen er fordelinga på regionane 55 prosent i Europa, 35 prosent i Amerika og 10 prosent i Asia/Oceania. Innanfor kvar region blir investeringane fordelte på godkjende land etter marknadskapitaliseringsvekter målte ved Lehman-indeksen. Det er gjort eit unntak for Japan, der marknadskapitaliseringa blir gitt vekt 0,25. Den faktiske referanseporteføljen sine land- og regionvekter følgjer marknadsutviklinga, men blir i samband med dei månadlege tilførslane i størst mogleg grad sette tilbake til dei strategiske vektene. Prinsippa for samansetninga av LGA-indeksen finn ein i "Guide to Lehman Family of Indices" (February 2002).