

# Forvaltning av Statens petroleumsfond

## Rapport for andre kvartal 2001

### Sammendrag

I andre kvartal 2001 var periodeavkastningen på Statens petroleumsfond 1,09 prosent målt i den valutakurven som svarer til sammensetningen av Petroleumsfondets referanseportefølje. Oppgang i aksjemarkedene bidro positivt til resultatet, mens negativ avkastning på fondets renteinvesteringer i USA og i euro-området trakk ned. Samlet for de to første kvartalene har avkastningen vært negativ med  $-1,71$  prosent.

Målt i norske kroner var avkastningen i andre kvartal 2,00 prosent. Høyere avkastning i kroner skyldes at kronkursen har svekket seg overfor valutaene som inngår i referanseporteføljen. Det er imidlertid avkastningen målt i valutakurven som gir best uttrykk for utviklingen i fondets internasjonale kjøpekraft. Det er derfor mest relevant å bruke disse avkastningstallene.

Avkastningen på den ordinære aksjeporteføljen (utenom Miljøporteføljen) var i andre kvartal 3,20 prosent målt i referanseporteføljens valutakurv. Det har vært netto kursoppgang i alle de tre hovedmarkedene USA, Europa og Japan. Obligasjonsporteføljen hadde derimot negativ avkastning i kvartalet med  $-0,31$  prosent målt i valutakurven. Japan var det eneste av hovedmarkedene med positiv obligasjonsavkastning i andre kvartal.

I andre kvartal 2001 var avkastningen på Petroleumsfondets ordinære portefølje 0,14 prosentpoeng høyere enn avkastningen på den referanseporteføljen som Finansdepartementet har definert. Samlet for de to første kvartalene har Petroleumsfondet hatt en mindreavkastning på 0,02 prosentpoeng.

Miljøporteføljen ble etablert 31. januar, og hadde ved starten en markedsverdi på en milliard kroner. Avkastningen på denne aksjeporteføljen var i andre kvartal 2,97 prosent målt i referanseporteføljens valutakurv og 4,16 prosent målt i norske kroner. Siden starten har avkastningen regnet mot valutakurven vært  $-10,59$  prosent.

Petroleumsfondets internasjonale aksje- og obligasjonsporteføljer ble tilført 30 milliarder kroner 31. mai og ytterligere 60 milliarder 29. juni 2001. Markedsverdien av fondets samlede verdipapirportefølje var etter dette 522,8 milliarder kroner ved utgangen av andre kvartal.

## Hovedtall

Petroleumsfondets gjennomsnittlige realavkastning pr år siden 1. januar 1998 har vært på 4,7 prosent. Tabell I viser realavkastningen fram til utgangen av andre kvartal 2001, regnet som årsrate fra henholdsvis 1. januar 2000, 1. januar 1999 og 1. januar 1998. Prisveksten er et vektet gjennomsnitt av prisveksten i de land som er med i den referanseporteføljen som Finansdepartementet har fastsatt. Høyre kolonne viser meravkastningen. Dette er avviket mellom avkastningen på den faktiske porteføljen og avkastningen på referanseporteføljen. Meravkastningen er regnet som aritmetisk avvik og deretter omregnet til årsrate.

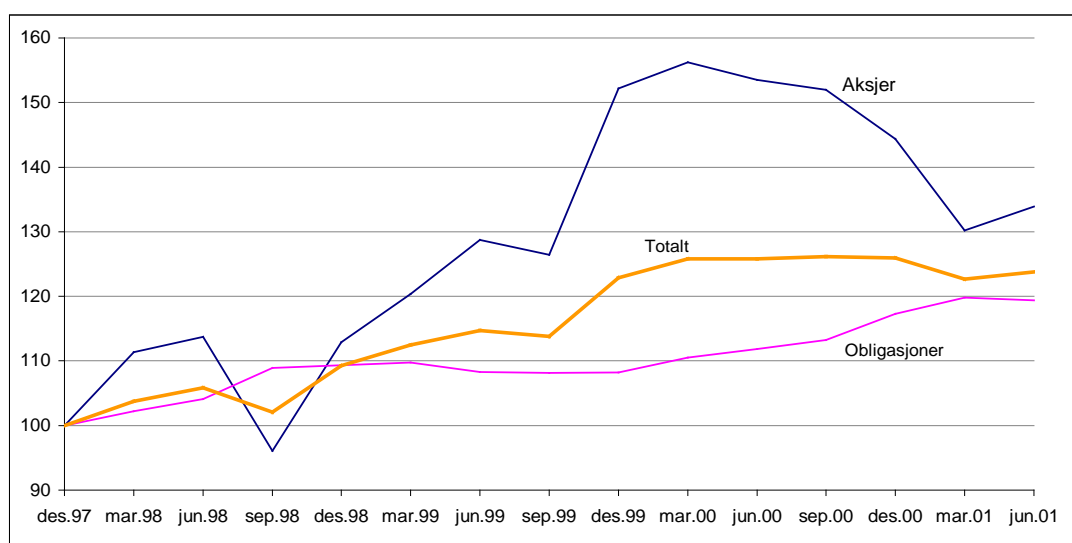
**Tabell I: Årlige avkastningsrater i prosent fram til utgangen av andre kvartal 2001, målt i referanseporteføljens valutakurv**

	Nominell avkastning pr år	Prisvekst pr år	Reell avkastning pr år	Meravkastning pr år
Siden 01.01.00	0,50	1,74	-1,24	0,13
Siden 01.01.99	5,12	1,80	3,31	0,52
Siden 01.01.98	6,28	1,58	4,71	0,41

Realavkastningen har vært negativ over de seks siste kvartalene, men tabellen viser at den over en lengre periode har vært klart positiv. Som man kunne forvente da aksjer ble tatt inn i porteføljen med vekt rundt 40 prosent fra 1998, har det vært store svingninger i avkastningen mellom de enkelte kvartaler og også fra år til år. Ved vurdering av resultatene bør man betrakte gjennomsnitt over lengre perioder.

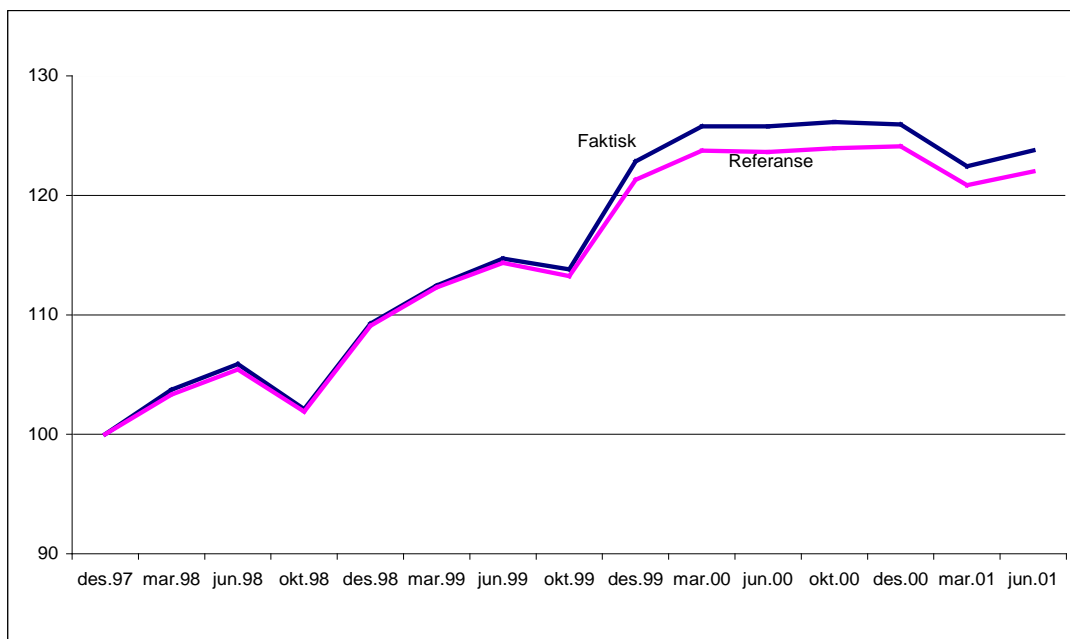
Figur I viser akkumulerte avkastningsrater fra 1. januar 1998 for rente- og aksjeporteføljene. I løpet av disse 14 kvartalene har aksjeinvesteringene gitt en akkumulert nominell avkastning på 34 prosent, mens obligasjonsinvesteringene har gitt 19 prosent nominell avkastning.

**Figur I: Indeks for akkumulert avkastning av delporteføljene i Petroleumsfondet 1998-2001. Fondets valutakurv pr. 31. desember 1997=100**

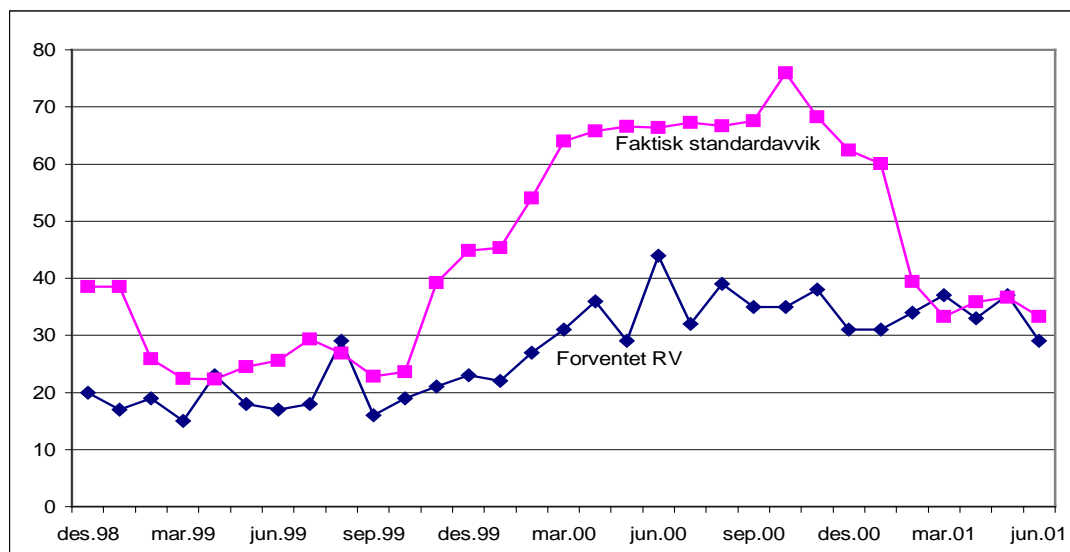


Figur II viser akkumulerte avkastningsrater for hele Petroleumsfondet siden inngangen til 1998. Fram til utgangen av andre kvartal 2001 har avkastningen vært 23,8 prosent. I det samme tidsrommet har avkastningen på referanseporteføljen vært 22,0 prosent. Forskjellen mellom den faktiske avkastningen og avkastningen på referanseporteføljen er den meravkastningen som Norges Bank har oppnådd. Siden 1998 har den akkumulerte meravkastningen vært på til sammen 1,8 prosentpoeng.

**Figur II: Indeks for akkumulert avkastning på den faktiske porteføljen og på referanseporteføljen 1998-2001. Fondets valutakurv pr 31. desember 1997=100**



**Figur III: Den relative markedsrisikoen ved utgangen av hver måned, målt ved forventet relativ volatilitet og ved standardavviket for differanse-avkastningen siste 12 måneder . Basispunkter (hundredeler av ett prosentpoeng)**

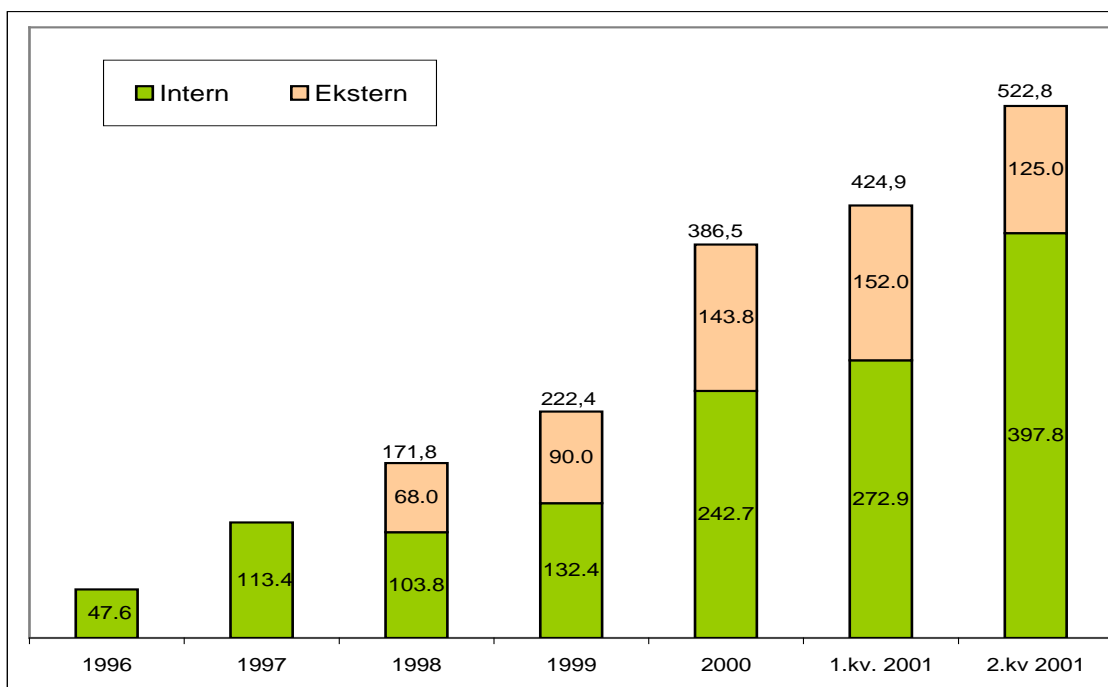


Figur III viser utviklingen i relativ markedsrisiko fra og med desember 1998, målt på to ulike måter. I retningslinjene fra Finansdepartementet brukes forventet relativ volatilitet (forklart i kapittel 5 nedenfor) som mål for markedsrisiko. I tillegg kan vi bruke variasjonen i avviket mellom avkastningen av den faktiske porteføljen og av referanseporteføljen (differanseavkastningen) som et mål for hva markedsrisikoen faktisk har vært. I figur III er dette standardavviket beregnet som årsrate fra 12 måneders rullerende vinduer. Den faktiske variasjonen i den månedlige differanseavkastningen har som regel vært noe høyere enn tallene for forventet relativ volatilitet. De siste månedene har tallene imidlertid ligget svært nær hverandre.

Økningen i forventet relativ volatilitet over tid avspeiler at Norges Bank gradvis har trappet opp innslaget av aktiv forvaltning, med sikte på å oppnå høyere avkastning enn på referanseporteføljen. Imidlertid påvirkes både forventet volatilitet og standardavviket målt i tillegg av ulike trekk i markedsutviklingen, som for eksempel endringer i korrelasjoner mellom de ulike aktivaklasser og verdipapirer.

Informasjonsraten er et vanlig mål for hvor dyktige operative forvaltere er. Informasjonsraten er forholdstallet mellom meravkastning pr år og relativ markedsrisiko (her målt som faktisk standardavvik for differanseavkastningen siste 12 måneder). Som gjennomsnitt fra andre kvartal 1998 til og med andre kvartal 2001 har informasjonsraten for fondet vært på 0,86, målt som årsrate. Til vanlig regnes 0,2-0,3 som et godt resultat, og en kan ikke regne med at det høye nivået en har hatt for Petroleumsfondet så langt vil vare ved.

**Figur IV: Markedsverdien av Statens petroleumsfond 1996-2001 (milliarder kroner) i intern og ekstern forvaltning**

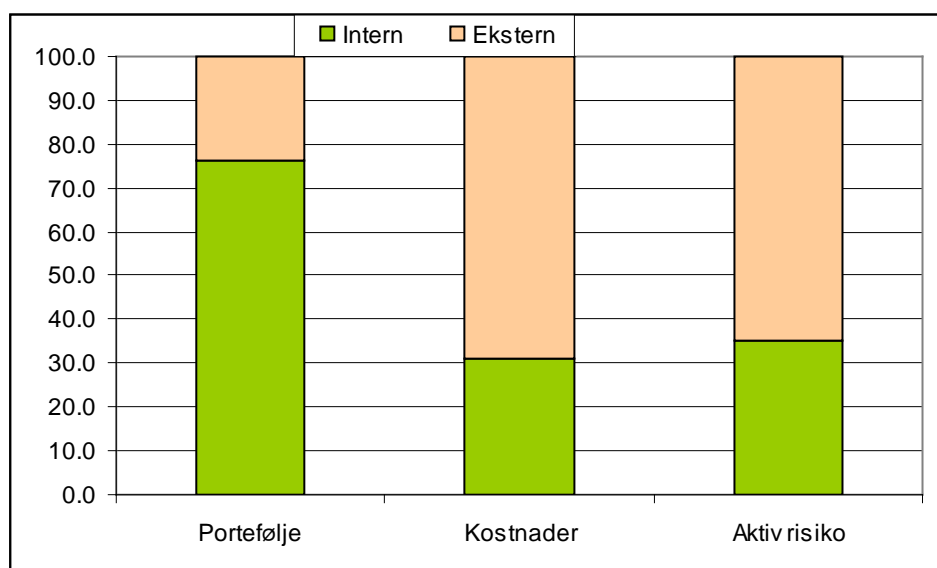


Figur IV viser hvordan markedsverdien av Petroleumsfondets internasjonale portefølje har økt siden utgangen av 1996. I andre kvartal i år har fondet økt fra 424,9 milliarder kroner ved starten til 522,8 milliarder ved utgangen av kvartalet. Figuren viser også at mer enn halvparten av porteføljen hele tiden har vært forvaltet internt og

at det i siste kvartal har vært en klar økning i denne andelen. Det skyldes i det vesentligste at porteføljer er overført fra eksterne indeksforvaltning til en form for noe mer aktiv indeksforvaltning internt. Dette er nærmere beskrevet i kapittel 3.

Figur V viser noen nøkkeltall knyttet til fordelingen på ekstern og intern forvaltning. Den viser at ved utgangen av andre kvartal ble 76 prosent av Petroleumsfondet forvaltet internt i Norges Bank og at kostnadene ved intern forvaltning utgjorde 31 prosent av de samlede forvaltningskostnadene. Videre sto den aktive risikoen i den interne forvaltningen for rundt en tredjedel av den samlede risiko knyttet til aktiv forvaltning.

**Figur V: Fordeling av portefølje, forvaltningskostnader og aktiv risiko\* mellom intern og ekstern forvaltning (prosent)**



\* Det finnes ingen absolutt korrekt måte å beregne fordelingen av aktiv risiko på. Fordelingen i figuren bygger på en summering av risikoen (VaR) i hvert mandat, uten hensyn til korrelasjon mellom mandatene.

Som figuren illustrerer tas mesteparten av risikoen knyttet til aktiv forvaltning av eksterne forvaltere. Aktiv forvaltning er klart dyrere enn indeksforvaltning, og det forklarer i noen grad at kostnadene ved den eksterne forvaltningen er langt høyere enn for den interne til tross for at den interne porteføljen er langt større. En supplerende forklaring er at stordriftsfordelene i kapitalforvaltning tilsier at intern forvaltning av store porteføljer kan være kostnadseffektiv sammenlignet med å kjøpe forvaltningstjenester i markedet. Norges Banks strategi er å la eksterne forvaltere med spesialisert kompetanse stå for en viktig del av den samlede aktive forvaltningen, jf egen artikkel om dette i årsrapporten for forvaltningen av Petroleumsfondet i 1999 og brev til Finansdepartementet sendt i september 2000.

## 1. Mandat

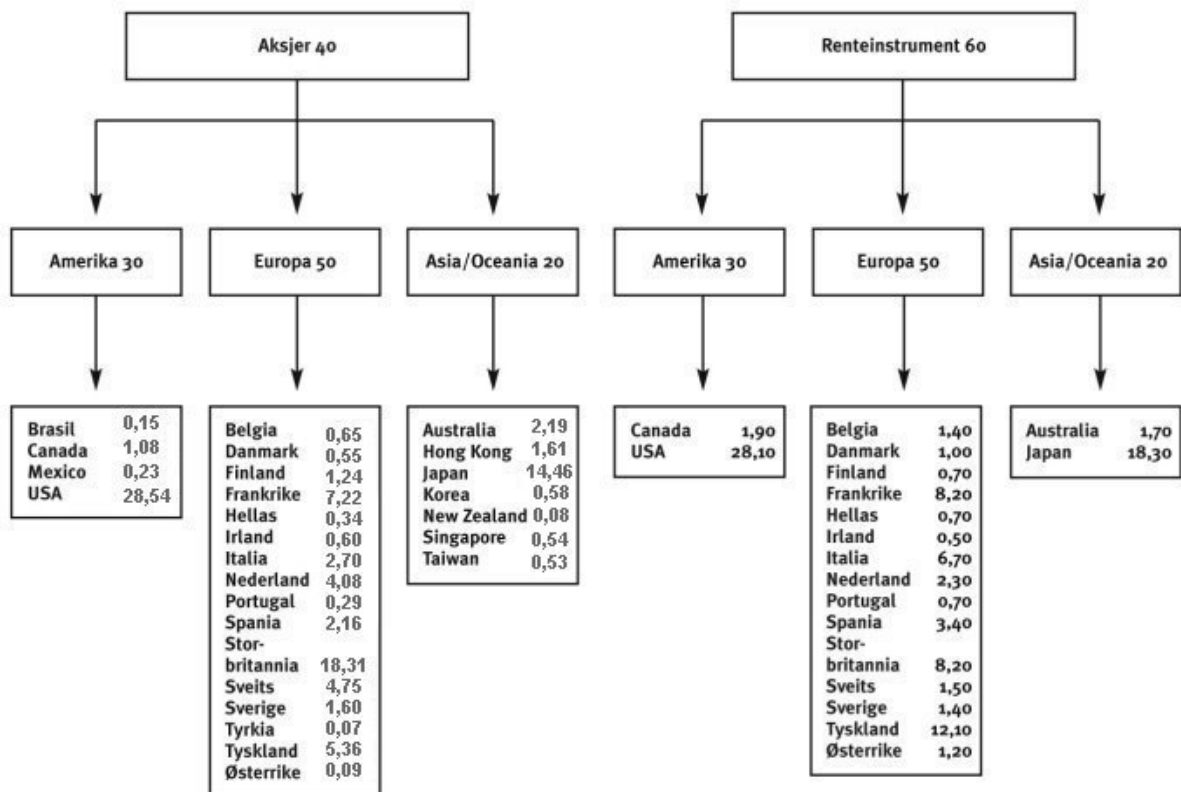
Norges Bank forvalter Petroleumsfondet i samsvar med forskrift fastsatt av Finansdepartementet 3. oktober 1997, siste gang endret 4. oktober 2000.

I samsvar med forskriften har Finansdepartementet definert en referanseportefølje for Petroleumsfondet. Referanseporteføljen er satt sammen av FTSE aksjeindekser i 27 land og av Schroder Salomon Smith Barney statsobligasjonsindekser i 19 land.

Vektingen av selskapene i FTSE-indeksen ble endret 15. juni, for bedre å gjenspeile markedsverdien av de aksjer som i praksis er tilgjengelig for omsetning. En nærmere omtale av denne omleggingen finnes i kapittel 3.1.

Aksjer utgjør 40 prosent av referanseporteføljen for Petroleumsfondet utenom Miljøporteføljen, mens obligasjoner utgjør 60 prosent. Verdipapirer notert på børser i Europa utgjør 50 prosent, i Amerika 30 prosent og i Asia/Oceania 20 prosent. Referanseporteføljen er utgangspunktet for risikostyringen av Petroleumsfondet og grunnlaget for resultatmålingen av Norges Banks forvaltning.

*Figur 1: Referanseportefølje pr. 30. juni 2001 for Petroleumsfondets ordinære portefølje (eksklusive Miljøporteføljen)*



Finansdepartementet avsatte 31. januar 2001 en milliard kroner til å opprette en egen aksjeportefølje av bedrifter som er vurdert etter miljøkriterier, den såkalte Miljøporteføljen. Denne porteføljen har samme fordeling på regioner som den

ordinære aksjeporteføljen, og den kan investeres i de samme landene, med unntak for de framvoksende markedene Brasil, Sør-Korea, Mexico, Taiwan og Tyrkia.

Miljøporteføljen kan investeres i de bedrifter i FTSE-indeksen som oppfyller bestemte krav til miljørapportering eller miljøsertifisering. Dessuten inkluderes selskaper som vurderes å ha liten negativ innflytelse på miljøet, selv om de ikke oppfyller kravene til rapportering og sertifisering. På oppdrag fra Finansdepartementet vurderer det britiske konsultantselskapet Ethical Investment Research Service (EIRIS) selskapene i referanseindeksen i forhold til disse kriteriene en gang i kvartalet.

Miljøporteføljens referanseportefølje hadde ved etableringen samme fordeling på hovedregionene Europa, Amerika og Asia/Oceania som den ordinære porteføljen. Over tid vil disse regionvektene flyte med utviklingen i markedsverdiene, og vektene vil ikke bli brakt tilbake til de opprinnelige regionvektene i figur 1. Dette skiller seg fra den ordinære porteføljen, der referansens regionvekter bringes tilbake til den opprinnelige fordelingen hvert kvartal.

Finansdepartementet har satt en grense for hvor mye Petroleumsfondets faktiske portefølje kan avvike fra referanseporteføljen. I den ordinære porteføljen skal den relative markedsrisikoen målt ved forventet relativ volatilitet i risikostyringssystemet BARRA, alltid være lavere enn 1,5 prosentpoeng. For Miljøporteføljen er grensen 1 prosentpoeng. Begrepet relativ volatilitet er nærmere forklart i kapittel 5 nedenfor.

## **2. Markedsutviklingen**

### *2.1 Hovedtrekk i utviklingen*

Den svake utviklingen i verdensøkonomien fortsatte inn i andre kvartal. Det økonomiske tilbakeslaget som startet i USA for vel ett år siden, har spredt seg til Europa og Japan. Den konjunkturedgangen vi nå ser henger i stor grad sammen med overkapasitet i produksjonen, særlig i bedrifter innen teknologi, media og telekommunikasjonssektorene (TMT-sektorene).

Svakere etterspørsel etter TMT-produkter kommer først og fremst som en følge av uvanlig sterk etterspørsel for et par år siden. Det var stor etterspørsel etter IT utstyr i forbindelse med etablering av mange nye teknologiselskaper. Samtidig skjedde en deregulering av telekom-markedet, slik at nye aktører fikk slippe inn der de statlige telekom-aktørene tidligere hadde hatt enerett. Tilsammen skapte dette en ekstraordinært høy etterspørsel etter nytt telekommunikasjonsutstyr, og det førte til oppbygging av stor produksjonskapasitet.

Kostnadene ved etableringer på nye markeder og ved kjøp av tredjegerasjons mobiltelefonlisenser har ført til omfattende gjeldsproblemer i telekomsektoren. Dette har igjen ført til reduksjoner i investeringsplanene fra disse selskapene. Den generelle nedgangen i verdensøkonomien har også rammet inntjeningen i bedrifter utenom telekomsektoren. Den svakere etterspørselen har ført til at lagrene er høye i historisk sammenheng. Utviklingen har således fulgt et klassisk mønster for konjunktursvingninger.

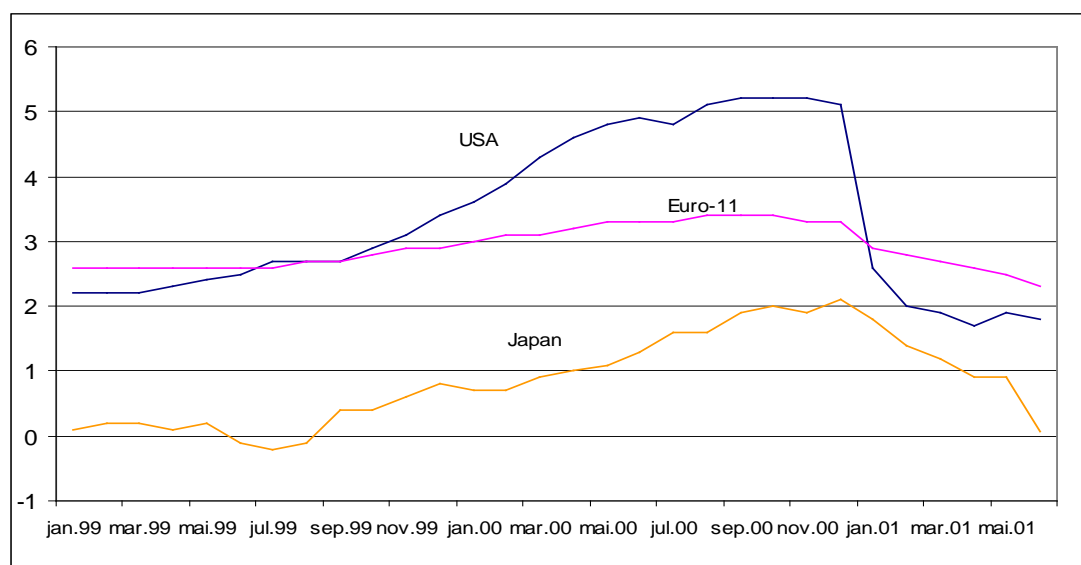
Forbruksetterspørselen har imidlertid til nå blitt lite påvirket av nedgangen i bedriftenes inntjening. Etterspørselen etter nye og brukte hus og leiligheter i USA har vært overraskende sterk også i andre kvartal. Optimismen i næringslivet og blant forbrukerne i USA ser ut til å ha steget noe. I Europa og Japan ser det derimot ut til at det har vært tiltakende pessimisme.

Årsaken til den relativt større optimismen i USA finner vi i lavere rentenivå, vedtaket om ekstraordinær tilbakebetaling av skatt i høst, samt i et aksjemarked som har vært mindre volatil enn tidligere. Den amerikanske sentralbanken senket renten både i april, mai og juni, til sammen med hele 1,25 prosentpoeng.

Den europeiske sentralbanken har senket renten med 0,25 prosentpoeng i andre kvartal. Banken har begrunnet sin forsiktighet med den høye inflasjonen i euro-området. Inflasjonen har i hovedsak steget som en følge av høy oljepris, kombinert med en svakere euro. Stadig svakere tall fra realøkonomien i euro-området har øket presset på den europeiske sentralbanken for ytterligere rentesenkninger.

Flere land i Asia, deriblant Japan, har spesialisert seg innenfor produksjon av forskjellige typer elektronikk. Dette har ført til at disse landene har blitt ekstra hardt rammet av svak etterspørsel i denne sektoren. I tillegg har Japan en rekke problemer knyttet til et rigid arbeidsmarked, dårlige låneporteføljer hos bankene, overkapasitet i industrien generelt, og synkende priser på alt fra eiendommer til mat og klær. I Japan er renten i dag satt svært nær null. Dette er gjort for å stimulere etterspørselen, og for å lette byrden for bedrifter med gjeldsproblemer. Samtidig har man de siste årene ført en meget ekspansiv finanspolitikk, der store underskudd er blitt finansiert gjennom utstedelse av ny statsgjeld. Statsgjelden i Japan er nå på om lag 130 prosent av brutto nasjonalproduktet, som er langt over hva andre industriland har.

**Figur 2: Forventet vekst i brutto nasjonalproduktet i 2001 i Euro-området, USA og Japan målt på ulike tidspunkter 1999-2001**





Figur 2 viser hvordan konsensusanslagene for vekstratene i 2001 har endret seg siden 1999. USA og Japan har hatt den største nedgangen i vekstanslagene for brutto nasjonalproduktet. På høsten i fjor forventet markedssaktørene i gjennomsnitt at veksten i USA for året 2001 skulle bli over 5 prosent. I dag venter de samme aktørene en vekst for inneværende år ned mot 2 prosent.

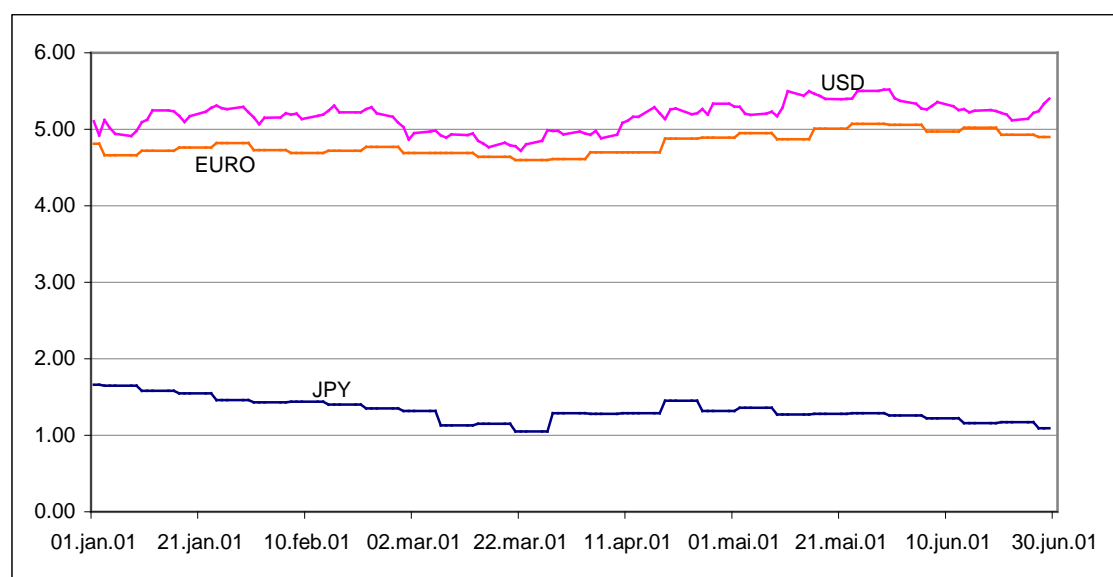
## 2.2 Rentemarkedene

Rentenivået i USA og Europa har delvis fulgt utviklingen i aksjemarkedet. Rentene steg med aksjekursene i april og mai, for så å falle tilbake i juni. Siden aksjer og renteinstrumenter er alternative investeringsobjekter, er en slik samvariasjon vanlig i perioder med store svingninger i markedene.

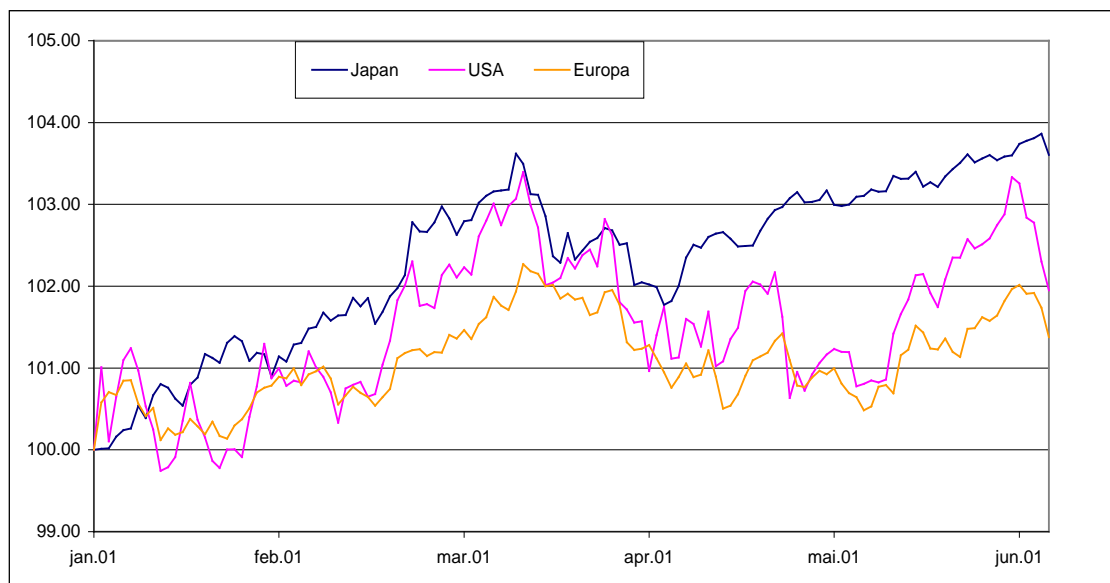
I andre kvartal steg obligasjonsrentene med om lag 0,25 prosentpoeng i USA og Tyskland, mens de var stabile i Japan. Stigningen må i hovedsak sees i sammenheng med at rentene var ekstraordinært lave ved inngangen til kvartalet, samtidig som investorene har begynt å forvente noe høyere økonomisk vekst og dermed et høyere rentenivå på lang sikt. Etter at den amerikanske sentralbanken satte ned dagsrenten med hele 1,25 prosentpoeng i løpet av kvartalet, er rentenivået i pengemarkedet nå på et historisk lavt nivå. Korte renter er derfor betydelig lavere enn lange obligasjonsrenter. Dette er vanlig i perioder der økonomien vokser saktere enn det som er normal vekstrate.

Flere av de makroøkonomiske tallene som er publisert i USA i løpet av andre kvartal har vært sterkere enn forventet, særlig i bil- og byggesektoren. Også inflasjonstallene har vært høyere enn forventet både i Europa og i USA. Høy løpende inflasjon sammenkoplet med en sterkere kjøpelyst enn forventet har holdt lange obligasjonsrenter oppe. Diskusjonen i USA om framtidig overskudd på statsbudsjettet i USA skal gis tilbake til folket i form av skattelettelse, har også påvirket obligasjonsrentene i andre kvartal. Rentekurven er altså blitt brattere, med større forskjell mellom korte og lange renter.

**Figur 3: Utviklingen i obligasjonsmarkedene i USA, Europa og Japan i første halvår 2001. Rentene på 10 års statsobligasjoner**



**Figur 4: Verdiutviklingen på Salomon Smith Barney's statsobligasjonsindekser i første halvår 2001 (31.12.00 = 100)**



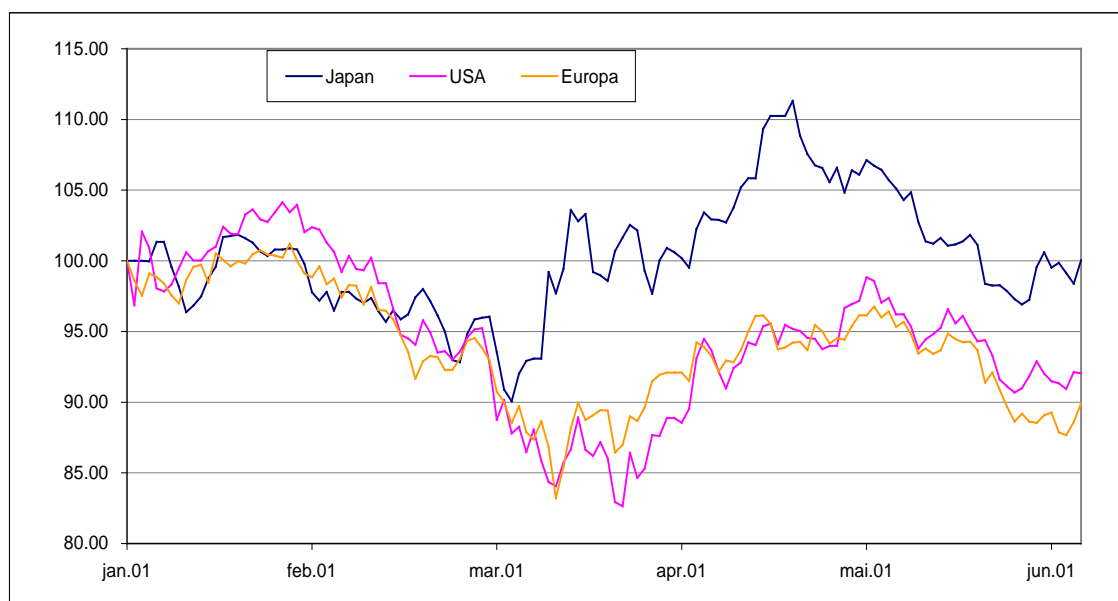
### 2.3 Aksjemarkedene

Aksjemarkedene falt i begynnelsen av april til nivåer vi ikke hadde sett på et par år. Årsaken var at mange investorer valgte å selge når store selskaper i teknologisektoren varslet om dårligere inntjening. Etterhvert som de faktiske inntjeningstallene for første kvartal kom, ble markedet roligere, og aksjekursene steg i løpet av april og mai. I juni utviklet det seg en bekymring i markedet for inntjeningen til bedriftene i andre kvartal. Juni ble dermed en dårlig måned for de aller fleste aksjemarkeder.

I andre kvartal har aksjekursene utviklet seg mer positivt i USA enn i Japan og Europa. En årsak til dette kan være at konjunkturedgangen begynte i USA før den spredte seg til Europa og Japan. Amerikanske selskaper ble dermed de første som merket den svakere etterspørselen i sine resultater, og dette ble raskere priset inn i aksjekursene. Nedgangen i verdensøkonomien har ikke påvirket europeiske og japanske selskaper før ganske nylig. Varslene om svakere inntjening kommer fortsatt i stor grad fra IT selskaper, men også andre sektorer merker nå at verdensøkonomien går svakere.

Teknologiselskapenes aksjekurser ser ut til å ha stabilisert seg i løpet av andre kvartal. For ett år siden hadde investorene svært store forventninger til framtidig inntjening i teknologiselskapene, og aksjekursene nådde historisk svært høye nivåer i forhold til løpende inntjening. Det siste året har med all tydelighet vist at også TMT-sektorene er meget avhengig av den generelle økonomiske utviklingen. Pessimismen i aksjemarkedet toppet seg i begynnelsen av april, og mange investorer valgte da å selge unna teknologiaksjer og andeler i teknologifond. I løpet av kvartalet ble verdsetningen i aksjemarkedet mer normal i forhold til hvor vi er i konjunktursykelen.

**Figur 5: Verdiutviklingen på FTSE aksjeindekser i første halvår 2001 (31.12.00 = 100)**



Ledende indikatorer, som NAPM-indeksen for planlagt innkjøps- og produksjonsnivå i bedrifter, og forholdet mellom korte og lange renter i USA, pekte ved utgangen av kvartalet i retning av bedre tider for aksjemarkedene 6-12 måneder fram i tid. Skattelette og lavere renter i USA pekte i samme retning. Et viktig usikkerhetsmoment i aksjemarkedet er hvorvidt forbrukerne i USA vil sette bremsene hardere på enn hva som har vært tilfellet til nå. Sparingen er på et historisk lavt nivå, og både ettervirkninger av den svake utviklingen i aksjemarkedet og tilbakeslaget i verdensøkonomien kan tilsa at amerikanske forbrukere øker sin sparing.

**Tabell 1: Avkastning på Petroleumsfondets referanseportefølje for aksjer i andre kvartal 2001, for hver hovedsektor. Målt i prosent mot lokal valuta**

Råvarebasert industri	5,95
Konjunkturfølsomme varer	3,88
Konjunkturfølsomme tjenester	7,31
Finansielle tjenester	4,86
Teknologibasert industri	7,74
Informasjonsteknologi	6,97
Ikke-konjunkturfølsomme varer	1,41
Ikke-konjunkturfølsomme tjenester	-5,06
Energi- og vannforsyning	-0,10
Ressurser	4,76
<b>Totalt</b>	<b>3,95</b>

Kilde: Datastream

Tabell 1 viser avkastningen i andre kvartal for hovedsektorene i aksjemarkedet. Selskaper innenfor teknologi- og kommunikasjonsindustrien har hatt en forholdsvis god kursutvikling i dette kvartalet, etter at problemene i sektoren førte til store fall i aksjekursene i første kvartal. Varer med eksponering mot en tidlig fase i en

konjunkturoppgang har også gjort det bra. Det gjelder råvarer, konjunkturfølsomme varer og tjenester samt ressurser.

### **3. Gjennomføring av forvaltningen**

Markedsverdien av Petroleumsfondets valutaportefølje var ved utgangen av første kvartal på 424,9 milliarder kroner. Finansdepartementet overførte 31. mai 30 milliarder kroner til fondets kronekonto og 29. juni ytterligere 60 milliarder. Samlet tilførsel til Petroleumsfondets portefølje av internasjonale verdipapirer i andre kvartal tilsvarte dermed 90 milliarder kroner. Ved utgangen av kvartalet var markedsverdien av fondets samlede verdipapirportefølje på 522,8 milliarder kroner.

Tre avdelinger i Norges Bank Kapitalforvaltning står for investeringene av Petroleumsfondets midler, enten ved at de selv foretar investeringene eller ved at de velger eksterne forvaltere til å gjøre det. I tillegg til avdelinger for aksje- og obligasjonsforvaltning er det også en avdeling for taktisk allokering.

#### *3.1. Forvaltningen av aksjeporteføljen*

Aksjeporteføljen fikk overført 12 milliarder kroner ved utgangen av mai og ytterligere 19,5 milliarder ved utgangen av juni. Markedsverdien av den ordinære aksjeporteføljen var etter dette 207,8 milliarder kroner. I tillegg hadde Miljøporteføljen en markedsverdi på 0,9 milliarder kroner.

Andelen som er internt forvaltet har økt betydelig gjennom kvartalet, fra 24 prosent ved inngangen til kvartalet til 51 prosent ved utgangen av kvartalet. Økningen skyldes i det vesentligste at en del av indeksforvaltningen er tatt over fra eksterne forvaltere. De interne indeksporteføljene forvaltes som utvidet indeksering, der man søker å oppnå meravkastning ved utnyttelse av spesielle prisingssituasjoner, som for eksempel de som oppstod i forbindelse med omleggingen av FTSE-indeksen 15. juni, se nedenfor. I den interne forvaltningen drives dessuten aktiv forvaltning i enkelte utvalgte sektorer ("Finans", "Telekommunikasjon" og "Media/handels-/servicenæringer"). Deutsche Bank Asset Management sine indeksmandater ble omgjort til utvidede indeksmandater 15. mai. Miljøporteføljen forvaltes som en indeksert portefølje internt i Norges Bank.

Aksjeporteføljens referanseportefølje bygger på FTSE All World indeksen, som gjennomgikk en omfattende endring 15. juni. Vektene til de enkelte selskaper i indeksen ble endret fra verdien av selskapenes totale aksjekapital til markedsverdien av de aksjer som i praksis er tilgjengelig for omsetning i markedet, såkalt "fri flyt". Det vil si at den nye vekten ikke tar med aksjer som er bundet opp ved krysseierskap, statlig eierskap og andre store eierposter. Formålet med endringen er at indeksen skal gi en bedre representasjon av de faktiske investeringsmulighetene for investorer. Nesten alle store indeksleverandører justerer eller har justert sine indekser på tilsvarende måte.

Effekten av fri flyt tilpasningen varierer mellom landene som inngår i referanseindeksen. Totalt gikk markeds kapitaliseringen i FTSE All World indeksen ned med om lag 7 prosent. I Amerika ble markedsverdien redusert med 2,5 prosent,

mens den i Europa og Asia falt med henholdsvis 8,5 og 21 prosent. De amerikanske markedenes vekt økte derfor i indeksen, mens den falt for Europa og Asia.

**Tabell 2: Markedsverdien av Petroleumsfondets aksje- og obligasjonsporteføljer (millioner NOK)**

	31.12.00	31.03.01	30.04.01	31.05.01	30.06.01
<b>Aksjer</b>	<b>152 829</b>	<b>169 540</b>	<b>182 515</b>	<b>195 920</b>	<b>207 767</b>
– ekstern indeksforvaltning	80 895	88 036	103 138	116 736	58 323
– ekstern aktiv forvaltning	39 672	40 953	44 115	42 035	43 815
– intern indeksforvaltning					53 690
– intern aktiv og sektorforvaltning	30 816	28 336	30 542	30 796	34 779
– interne future- og rebalanseringskonti	1 446	12 215	4 720	5 445	17 160
<b>Miljøporteføljen</b>		<b>863</b>	<b>933</b>	<b>934</b>	<b>899</b>
<b>Renteinstrumenter</b>	<b>227 323</b>	<b>248 229</b>	<b>250 143</b>	<b>272 739</b>	<b>310 023</b>
– ekstern forvaltning	16 797	16 733	16 707	16 883	19 610
– intern forvaltning	210 526	231 496	233 436	255 855	290 412
<b>Taktisk aktivaallokering *</b>	<b>6 297</b>	<b>6 315</b>	<b>3 320</b>	<b>3 265</b>	<b>4 146</b>
- ekstern forvaltning	6 395	6 315	3 310	3 265	3 212
- intern forvaltning	-98	0	10	0	934
<b>Totalt</b>	<b>386 450</b>	<b>424 948</b>	<b>435 978</b>	<b>471 924</b>	<b>522 835</b>

\* Taktisk aktivaallokering inneholder både aksje- og renteinstrumenter.

Regionsvektene til Petroleumsfondets referanseportefølje er imidlertid strategisk bestemt og avhenger ikke av markedskapitaliseringen i regionene. Sammenlignet med vektene i FTSE All World indeksen har Amerika lavere vekt, mens de to andre regionene har høyere vekter. Etter fri flyt tilpasningen i FTSE indeksen avviker dermed Petroleumsfondets region- og landfordeling i enda sterkere grad.

Aksjeporteføljen ble tilpasset fri flyt i løpet av andre kvartal. Fri flyt tilpasningen medførte ingen flytting av midler mellom regioner siden regionsvektene i Petroleumsfondets referanseportefølje bare endres med regionsavkastningen.

I løpet av andre kvartal ble det inngått avtale med en ny aktiv forvalter, Blackrock International Ltd, om aktiv forvaltning av et mandat for Europa eksklusive Storbritannia. Forvalteren ble tilført midler i starten av juli.

### 3.2. Forvaltning av renteporteføljen

Renteporteføljen fikk overført 18 milliarder kroner 31. mai og ytterligere 40,5 milliarder 29. juni. Markedsverdien av renteporteføljen var etter det 310,0 milliarder kroner. Nesten 94 prosent av porteføljen ble ved utgangen av andre kvartal forvaltet internt i Norges Bank, mens vel 6 prosent ble forvaltet av eksterne forvaltere. Det er om lag samme fordeling som tidligere. En del av den interne forvaltningen blir gjort fra Norges Banks kontor i New York.

Gjennom kvartalet er den aktive forvaltningen trappet opp i takt med økningen i forvaltningskapitalen. Intern aktiv forvaltning er i første rekke knyttet til strategier der en prøver å utnytte prisforskjeller mellom rentepapirer med nokså like egenskaper. Dels prøver en også å utnytte at renteutviklingen i ulike markedssegmenter er ulik.

Tre eksterne renteforvaltere arbeider innenfor de samme hovedstrategiene. I løpet av andre kvartal ble det inngått avtale med en ny aktiv forvalter, Pareto Partners i London, om forvaltning av et globalt mandat. Forvalteren ble tilført midler 30. juni.

### 3.3. Taktisk aktivaallokering

Taktisk allokering innebærer at forvalterne prøver å oppnå meravkastning ved å velge en annen aktivasammensetning av porteføljen, det vil si en annen fordeling på aggregerte markeder, enn det som følger av referanseporteføljen. En ser da på landvalg innenfor henholdsvis aksjer og obligasjoner, på valg av aksje- og obligasjonsandelene i porteføljen og på valg av valutasammensetning.

Forvaltningen skjer både ved bruk av eksterne forvaltere og internt i Norges Bank. Den interne forvaltningen har en portefølje som i hovedsak består av derivater, det vil si aksje- og rentefutures, og som derfor har en lav netto markedsverdi.

## 4. Avkastning av fondet

Inklusive Miljøporteføljen hadde Petroleumsfondet i andre kvartal en periodeavkastning på 1,09 prosent, målt i forhold til referanseporteføljens valutakurv. Målt i norske kroner var totalavkastningen i andre kvartal 2,00 prosent. Det noe høyere tallet skyldes at kronen i løpet av kvartalet svekket seg mot de fleste av valutaslagene i referanseporteføljen, slik at fondets valutakurv ble mer verdt i forhold til kronen. Dette har ingen betydning for fondets internasjonale kjøpekraft.

**Tabell 3: Avkastningen i Petroleumsfondets ordinære portefølje i prosent. Faktisk portefølje og referanseportefølje i andre kvartal 2001**

	Målt i referanseporteføljens valutakurv		Målt i norske kroner		
	Faktisk portefølje	Referanseportefølje	Faktisk portefølje	Referanseportefølje	Differanse*
Første kvartal	-2,77	-2,61	-4,18	-4,03	-0,16
April	2,23	2,11	2,80	2,69	0,11
Mai	-0,32	-0,38	1,36	1,30	0,06
Juni	-0,80	-0,77	-2,12	-2,09	-0,03
<b>Andre kvartal</b>	<b>1,09</b>	<b>0,95</b>	<b>2,00</b>	<b>1,85</b>	<b>0,14</b>
Hittil i år	-1,71	-1,69	-2,27	-2,25	-0,02

\* Differanseavkastningen er beregnet som aritmetisk avvik, det vil si i prosentpoeng.

Tabell 3 viser at Petroleumsfondets ordinære portefølje (utenom Miljøporteføljen) hadde samme periodeavkastning som totalfondet (medregnet Miljøporteføljen). I april var avkastningen positiv, mens det ble negativ avkastning både i mai og juni. Tabell 4 viser avkastningen av aksje- og obligasjonsporteføljene i den ordinære porteføljen hver for seg. Målt i forhold til fondets valutakurv hadde aksjeporteføljen positiv

avkastning med 3,20 prosent i kvartalet, mens avkastningen for obligasjonsporteføljen var -0,31 prosent.

Tabell 4 viser også avkastningstall målt i amerikanske dollar, som styrket seg både mot valutakurven og mot den norske kronen i andre kvartal. Målt i dollar var avkastningen derfor negativ med -0,48 prosent. Dersom vi i stedet måler mot euro eller mot en valutakurv basert på importvekter, finner vi positiv periodeavkastning, med henholdsvis 3,93 og 3,19 prosent.

**Tabell 4: Avkastningen i Petroleumsfondets ordinære portefølje i prosent for andre kvartal 2001 målt mot ulike referansevalutaer**

	Aksje- porteføljen	Rente- porteføljen	Total- porteføljen
Referanseporteføljens valutakurv	3,20	-0,31	1,09
Importveiet valutakurv	5,46	1,68	3,19
Amerikanske dollar	1,71	-1,93	-0,48
Euro	6,21	2,41	3,93
Norske kroner	4,24	0,51	2,00

Den ordinære porteføljen hadde i andre kvartal en meravkastning på 0,14 prosentpoeng i forhold til referanseporteføljen. Meravkastningen skyldes i hovedsak at faktiske utbyttebetalinger i andre kvartal var høyere enn i referanseavkastningen, der det forutsettes jevn fordeling av utbytte over året. Denne sesongeffekten bidro positivt i andre kvartal, men vil tilsvarende bidra negativt i de øvrige kvartalene. Også meravkastningen i den interne og eksterne aksjeforvaltningen bidro til resultatet.

**Tabell 5: Avkastningen i Miljøporteføljen i prosent i andre kvartal 2001**

	Målt i referanseporteføljens valutakurv		Målt i norske kroner		
	Faktisk portefølje	Referanse- portefølje	Faktisk portefølje	Referanse- portefølje	Differanse
Første kvartal	-13,17	-12,98	-13,69	-13,50	-0,19
<b>Andre kvartal</b>	2,97	2,87	4,16	4,06	0,10
Memo: Ordinær referanse med landvekter som i Miljøporteføljen		2,79		3,94	
<b>Hittil i år</b>	-10,59	-10,48	-10,10	-9,99	-0,11

Tabell 5 viser at Miljøporteføljen i andre kvartal hadde en avkastning på 2,97 prosent målt i valutakurven, og 4,16 prosent målt norske kroner. Avkastningen var 0,10 prosentpoeng høyere enn porteføljens referanseavkastning. Den akkumulerte mindreavkastningen på -0,11 prosentpoeng hittil i år skyldes i hovedsak transaksjonskostnader i forbindelse med etableringen av porteføljen i første kvartal.

I tillegg til ordinær avkastning er inntekter fra forskjellige typer verdipapirutlån inkludert i tallene i tabellene 3-5. Fra aksjeporteføljen gjøres utlån gjennom J.P. Morgan Chase & Co, som er Petroleumsfondets globale depot for aksjer. Fra obligasjonsporteføljene lånes verdipapirer ut både internt og gjennom enkelte av de eksterne depoter for obligasjoner. Tabell 6 viser at inntektene fra denne typen

virksomhet i andre kvartal utgjorde 7,5 basispunkter (det vil si 0,075 prosentpoeng) av totalporteføljen omregnet til årsrate. I penger blir det om lag 83 millioner kroner i andre kvartal og 128 millioner hittil i år.

**Tabell 6: Inntekter fra utlån av verdipapirer i andre kvartal 2001**

	1. kvartal	2. kvartal	Hittil i år	
	Basispunkter*	Basispunkter*	Basispunkter*	1000 NOK
Utlån av aksjer	2,32	4,48	3,40	70 667
Utlån av obligasjoner	2,47	3,16	2,81	57 818
Utlånsinntekter totalt	4,79	7,64	6,21	128 485

\* Tallene er i basispunkter (hundredel av et prosentpoeng) av totalporteføljen. Tallene er annualiserte.

En del kostnader belastes Petroleumsfondets portefølje direkte og inngår dermed negativt i beregningen av avkastningstallene ovenfor, mens de ikke inngår i beregningen av referanseavkastningen. Dette gjelder for eksempel meglerkostnader ved aksjehandler og omsetningsavgifter i enkelte aksjemarkeder. En annen kilde til negativ differanseavkastning er at det i noen land betales skatt på utbytte for Petroleumsfondets investeringer, mens beregnet avkastning på referanseporteføljen forutsetter en skattestatus som ikke gir skattebelastning. Slike kostnader vil normalt føre til at en passivt forvaltet portefølje oppnår lavere avkastning enn referanseporteføljen, se en egen temaartikkel i årsrapporten for 1999.

## 5. Risikoeksponering

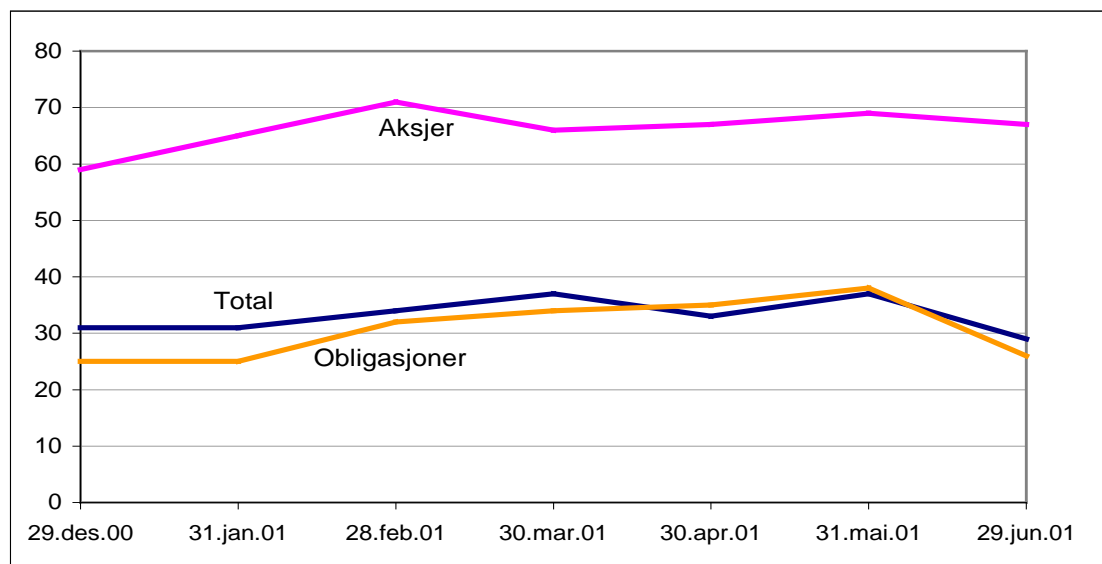
Markedsrisikoen i Petroleumsfondet blir overvåket både av de avdelinger som er ansvarlige for investeringene og av en avdeling med et særskilt kontrollansvar. Det brukes ulike typer modeller i arbeidet for å analysere risikoeksponeringen. I Finansdepartementets retningslinjer er det satt en grense for relativ markedsrisiko med henvisning til BARRA-modellen, og det er dette målet som rapporteres her. BARRA-modellen gir anslag på volatiliteten i markedene ut fra historiske erfaringer. Ved hvert månedsskifte legges en ny måned til i datagrunnlaget, samtidig som tidligere måneder får mindre vekt. Det kan skape endringer i anslagene for forventet relativ volatilitet uten at det har skjedd endringer i omfanget av aktiv forvaltning.

Figur 6 viser nivået på forventet relativ volatilitet i hele den ordinære porteføljen, og fordelt på aksje- og obligasjonsporteføljene hittil i år. Det er klart høyere relativ risiko i aksjeporteføljen enn i obligasjonsporteføljen. Dette avspeiler både større volatilitet i aksjemarkedene og større grad av aktiv forvaltning av aksjeporteføljen. Forventet relativ volatilitet i obligasjonsporteføljen var ved utgangen av andre kvartal i underkant av 30 basispunkter. For aksjeporteføljen har volatilitetstallene ligget stabilt mellom 60 og 70 basispunkter gjennom hele andre kvartal. Medregnet risikoen i taktisk allokering var den relative markedsrisikoen i den ordinære totalporteføljen på 29 basispunkter ved utgangen av juni. Den øvre grensen som Finansdepartementet har fastsatt er på 150 basispunkter.



Den relative markedsrisikoen i Miljøporteføljen ved utgangen av juni var på 24 basispunkter, målt som forventet relativ volatilitet i forhold til denne porteføljens referanse. Den øvre grensen som Finansdepartementet har fastsatt er på 100 basispunkter.

**Figur 6: Forventet relativ volatilitet i den ordinære porteføljen ved slutten av hver måned i andre kvartal 2001. Basispunkter (hundredeler av et prosentpoeng)**



### Forventet relativ volatilitet

Finansdepartementets grense for markedsrisiko i forvaltningen av Petroleumsfondet bruker risikomålet *forventet relativ volatilitet*. Målet er definert som forventet verdi av standardavviket til differansen mellom den årlige avkastningen på de faktiske investeringene og avkastningen på referanseporteføljen. Når avvikene fra referanseporteføljen er avgrenset ved å sette en øvre grense for forventet relativ volatilitet, vil den faktiske avkastningen med høy sannsynlighet variere innenfor et bånd rundt avkastningen på referanseporteføljen. Jo lavere en setter grensen for markedsrisiko, desto snevrere blir båndet. Forventet relativ volatilitet på 1,5 prosentpoeng eller 150 basispunkter betyr at faktisk avkastning på en portefølje som ligger fast over tid, i to av tre år vil avvike med mindre enn 1,5 prosentpoeng fra referanseavkastningen.

Tabell 7 viser sammensetningen av obligasjonsporteføljen basert på kredittvurderingene til Moody's og Standard & Poor's (S&P). I tabellen er statsobligasjoner og statsgaranterte obligasjoner uten kredittvurdering gitt utstederlandets kredittvurdering. For eksempel har amerikanske statsobligasjoner fått karakteren Aaa/AAA, mens statsgaranterte utstedelser fra byen Yokohama, denominert i USD, har fått AA/Aa, som er den japanske stats karakter ved låneopptak i fremmed valuta. Av tabellen ser vi at 0,01 prosent av obligasjonsporteføljen har lavere rating enn det Petroleumsfondet etter retningslinjene kan kjøpe. Dette er obligasjoner som er nedgradert etter at de er kjøpt, og som derfor vil bli solgt.

**Tabell 7: Obligasjonsporteføljen pr. 30. juni 2001 fordelt etter kredittvurdering (prosent av markedsverdi)**

Moody's		Standard and Poor's	
Karakter	Prosent av total	Karakter	Prosent av total
Aaa	55,46	AAA	56,48
Aa	43,12	AA	42,14
A	1,37	A	1,34
Baa	0,04	BBB	0
Lavere	0,01	Lavere	0
Ingen rating	0	Ingen rating	0,05
Sum	100	Sum	100

Tabell 8 gir en oversikt over de grenser for risikoeksponering som gis i Finansdepartementets forskrift og retningslinjer for den ordinære porteføljen, og den tilpasning som faktisk har vært gjort i løpet av kvartalet. Tallene gjenspeiler at forvaltningen har skjedd innenfor grensene. Det har heller ikke vært noen brudd på retningslinjene for Miljøporteføljen.

Tabell 8 gir blant annet tall for renterisikoen i obligasjonsporteføljen. Petroleumsfondets markedsrisiko begrenses både av grensen for forventet relativ volatilitet, av grenser på aktivafordelingen på aktivaklasser og regioner og av en spesiell grense for renterisiko. Finansdepartementets forskrift sier at gjennomsnittlig modifisert durasjon i obligasjonsporteføljen skal ligge mellom 3 og 7. Modifisert durasjon er et mål for hvor følsom porteføljeverdien er for endringer i rentenivået, og forteller hvor mange prosent verdien av porteføljen vil gå ned dersom rentene for alle løpetider stiger med ett prosentpoeng.

**Tabell 8: Forskriftens og retningslinjenes grenser for risikoeksponering**

Paragraf	Risiko	Grenser	Faktisk			
			31.03.01	30.04.01	31.05.01	30.06.01
§ 4	Markedsrisiko	Maksimalt 1,5 prosentpoeng relativ volatilitet	0,37%	0,33 %	0,37 %	0,29%
§ 5	Aktivafordeling	Obligasjoner 50-70%	60,01%	58,14 %	58,48 %	60,01 %
		Aksjer 30-50%	39,99%	41,86 %	41,52 %	39,99 %
§ 6	Valutafordeling	Europa 40-60%	50,94%	49,69 %	48,68 %	50,02 %
		Amerika 20-40%	29,69%	30,05 %	30,73 %	30,10 %
		Asia/Oseania 10-30%	19,37%	20,26 %	20,59 %	19,88 %
§ 6	Framvoksende markeder	Maksimalt 5 prosent av aksjeporteføljen	1,21%	1,30 %	1,30 %	1,33 %
§ 7	Renterisiko	Modifisert durasjon 3-7	5,64	5,35	5,39	5,47
§ 8	Kredittrisiko*	Maks 20% i bankinnskudd	8,01%	5,97 %	8,99 %	6,64 %
§ 10	Maksimal eierandel	Maks 3% av et selskap	1,02%	1,13 %	1,13 %	1,10 %

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

## 6. Kostnader i forvaltningen

Tabell 9 gir en oversikt over kostnader ved forvaltningen av Petroleumsfondet i første halvår 2001. Kostnadene består dels av honorarer til eksterne forvaltere og depotinstitusjoner og dels av Norges Banks interne driftskostnader. Norges Bank Kapitalforvaltning forvalter foruten Petroleumsfondet også Statens petroleumsforsikringsfond og den største delen av Norges Banks valutareserver. De totale interne kostnadene fordeles på de tre fondene ved hjelp av et sett internpriser. De interne kostnadene omfatter ikke bare Norges Bank Kapitalforvaltning, men også alle støttefunksjoner i andre deler av Norges Bank. Omfanget av den siste typen kostnader er beregnet etter de retningslinjer som gjelder for forretningsdrift i Norges Bank.

**Tabell 9: Forvaltningskostnader i første halvår (i 1000 kroner og basispunkter av gjennomsnittlig portefølje)**

	2001		2000
	1000 kroner	Basispunkter	Basispunkter
Honorar til eksterne aksjeforvaltere, eksklusive avkastningsavhengige honorarer	37 209		
Kostnader til aksjedykot og oppgjør	20 879		
Interne kostnader i aksjeforvaltningen	29 630		
<b>Sum aksjeforvaltning</b>	<b>87 718</b>	<b>11,5</b>	<b>13,0</b>
<i>Avkastningsavhengige honorarer til eksterne aksjeforvaltere</i>	<i>24 207</i>		
Honorar til eksterne renteforvaltere, eksklusive avkastningsavhengige honorarer	9 273		
Depotkostnader renter	8 421		
Interne kostnader i renteforvaltningen	26 184		
<b>Sum renteforvaltning</b>	<b>43 878</b>	<b>3,9</b>	<b>4,4</b>
<i>Avkastningsavhengige honorarer til eksterne renteforvaltere</i>	<i>696</i>		
Honorar til eksterne forvaltere taktisk allokering	3 572		
Depotkostnader taktisk allokering	469		
Interne kostnader i taktisk allokering	5 761		
<b>Sum taktisk allokering</b>	<b>9 802</b>	<b>-</b>	<b>-</b>
<b>Sum forvaltningskostnader, eksklusive avkastningsavhengige honorarer</b>	<b>141 397</b>	<b>7,3</b>	<b>7,9</b>
<b>Sum alle forvaltningskostnader</b>	<b>166 300</b>	<b>8,6</b>	<b>10,9</b>

Omregnet til årsrate utgjør kostnadene i tabellen 0,115 prosent av gjennomsnittlig portefølje for aksjer og 0,039 prosent av gjennomsnittlig portefølje for obligasjoner. For taktisk allokering har en slik pris liten mening, fordi forvaltningen i hovedsak drives med utgangspunkt i aksje- og renteporteføljene, og slik at de egne porteføljene er små i forhold til risikotakingen.

I tillegg til kostnadene ovenfor kommer avkastningsavhengige honorarer til eksterne aksjeforvaltere med 24,2 millioner kroner (0,032 prosent av gjennomsnittlig aksjeportefølje), og avkastningsavhengige honorarer til eksterne renteforvaltere med 0,7 millioner kroner (0,001 prosent av gjennomsnittlig renteportefølje). Beløpene bestemmes av forvalternes samlede meravkastning over de fire siste kvartalene. Medregnet disse avkastningsavhengige honorarene utgjør aksjekostnadene 0,146 prosent og rentekostnadene 0,039 prosent av gjennomsnittlige porteføljer.

**Tabell 10: Kostnader i intern og ekstern forvaltning i første halvår 2001**

	Gjennomsnittlig markedsverdi (millioner kroner)	Forvaltningskostnader (1000 kroner)
Intern forvaltning	257 847	51 921
Ekstern forvaltning	147 851	114 379

For hele porteføljen inklusive taktisk allokering er forvaltningskostnadene eksklusive avkastningsavhengige honorarer, og regnet som årsrate, på 0,073 prosent av gjennomsnittlig markedsverdi gjennom kvartalet. Tabell 10 viser at om lag to tredjedeler av kostnadene påløp i ekstern forvaltning.

Forvaltningsavtalen mellom Finansdepartementet og Norges Bank fastsetter prinsippene for den godtgjøring Norges Bank skal motta for å forvalte Petroleumsfondets porteføljer. Utgangspunktet er at godtgjøringen skal dekke de kostnader banken har. For 2001 utgjør godtgjøringen 0,072 prosent av Petroleumsfondets gjennomsnittlige markedsverdi gjennom året. Utenom denne godtgjøringen skal honorarer til eksterne forvaltere som følger av oppnådd meravkastning dekkes. Avtaler om avkastningsavhengige honorarer er inngått med de fleste eksterne aktive forvaltere og er i hvert enkelt tilfelle godkjent av Finansdepartementet.

## **7. Regnskapsrapportering**

Tabell 11 viser fordelingen på ulike instrumenter slik den fremtrer i Norges Banks regnskap ved utløpet av de fem siste kvartalene. Tabell 12 viser bokført avkastning, som i andre kvartal var på 8008,0 millioner kroner før forvaltningshonoraret til Norges Bank trekkes fra. Akkumulert bokført avkastning hittil i år var dermed på – 8810,5 millioner kroner.

Regnskapstallene bygger på handleriktige beholdninger (med unntak av kontanter). Tallene angir markedsverdier basert på kvalitetssikrede priser. Plasseringene i utenlandsk valuta er omregnet til norske kroner etter markedskurser pr 29. juni notert av WM Reuters i London. Regnskapsført verdi av Petroleumsfondets portefølje avviker fra markedsverdien i tabell 2 ovenfor fordi forvaltningsgodtgjøringen ikke er trukket fra der, og fordi det brukes avvikende vurderingsprinsipper på noen punkter, jf vedlegget om metodegrunnlag for avkastningsberegningene. Det arbeides med å eliminere slike forskjeller. Tilsvarende er det små avvik i avkastningstallene.

Utenom balansen var det pr 29. juni kjøpt børsnoterte futurekontrakter med en samlet markedsverdi på 83 802,8 millioner kroner og solgt børsnoterte futurekontrakter med en samlet markedsverdi på 57 917,2 millioner kroner. Det var kjøpt rentebytteavtaler med en samlet markedsverdi på 22 090,2 millioner kroner og solgt rentebytteavtaler med en samlet markedsverdi på 21 950,5 millioner kroner. Det var videre kjøpt og solgt ulike valutaer på termin med en samlet kontraktsverdi på 18 926,1 millioner kroner.

Inntekter og kostnader i valuta er i tabell 12 omregnet til norske kroner etter kursen på handletidspunktet og periodisert i henhold til regnskapsprinsippet.

**Tabell 11: Petroleumsfondets internasjonale portefølje fordelt på instrumenter (1000 kroner)**

	30.06.00	30.09.00	31.12.00	31.03.01	30.06.01
Innskudd i utenlandske banker	11 544 250	29 920 603	34 358 399	44 482 450	34 887 205
Pengemarkedsplasseringer i utenlandske finansinstitusjoner mot sikkerhet i verdipapirer	42 765 478	66 003 651	79 461 351	111 282 119	106 908 470
Innlån fra utenlandske finansinstitusjoner mot sikkerhet i verdipapirer	-46 062 732	-78 294 783	-123 522 619	-132 289 675	-103 543 138
Utenlandske rentebærende verdipapirer	184 352 284	212 970 380	245 789 902	260 290 423	297 907 551
Utenlandske aksjer	112 034 379	126 407 521	150 175 494	141 639 807	186 712 315
Reguleringer av terminkontrakter	-26 767	-32 535	193 609	-121 631	-37 496
Fordring på/gjeld til Norges Bank	6 244	-	-	-361 256	-
<b>Total portefølje før forvaltningsgodtgjørelse</b>	<b>304 613 136</b>	<b>356 974 837</b>	<b>386 456 136</b>	<b>424 922 237</b>	<b>522 834 907</b>
Påløpt forvaltningsgodtgjørelse	-111 875	-238 715	-330 018	-80 338	-159 459
<b>Total portefølje regnskapsført verdi</b>	<b>304 501 261</b>	<b>356 736 122</b>	<b>386 126 118</b>	<b>424 841 899</b>	<b>522 675 448</b>

**Tabell 12: Bokført avkastning av Petroleumsfondets internasjonale portefølje pr 30. juni (1000 kroner)**

Bokført avkastning	30.06.00	30.09.00	31.12.00	31.03.01	30.06.2001
Rentelementer	4 211 425	6 784 066	9 719 526	3 108 050	6 754 056
Dividende	862 442	1 247 786	1 552 377	524 548	1 579 770
Valutakursregulering	6 437 912	12 173 320	7 907 405	-6 373 350	-2 554 261
Urealisert verdipapirtap/gevinst	-1 082 664	-2 628 242	-6 318 289	-14 851 795	-13 870 491
Realisert verdipapirgevinst	2 083 473	2 338 275	1 661 195	1 054 981	-284 868
Kurtasje	-3 155	-10 792	-22 221	-11 947	-26 080
Resultat terminhandel valuta	-760	-1 375	-1 741	1 452	-6 077
Gevinst/tap futures	-173 218	-205 884	-319 798	-270 486	-402 570
<b>Bokført avkastning på plasseringer</b>	<b>12 335 455</b>	<b>19 697 154</b>	<b>14 178 454</b>	<b>-16 818 547</b>	<b>-8 810 521</b>
Påløpt forvaltningsgodtgjørelse	-111 875	-238 715	-330 018	-80 338	-159 459
<b>Netto avkastning markedsverdi</b>	<b>12 223 580</b>	<b>19 458 439</b>	<b>13 848 436</b>	<b>-16 898 885</b>	<b>-8 969 980</b>

## VEDLEGG: Metodegrunnlag for avkastningsberegningene<sup>1</sup>

Avkastningen beregnes etter markedsverdi prinsippet, det vil si at porteføljene verdsettes til de aktuelle markedspriser ved beregningsperiodens begynnelse og slutt. I avkastningsberegningene er rentekostnader/-inntekter, aksjeutbytte, beholdningsendringer og verdipapirprisendringer inkludert og periodisert. Handedato benyttes ved periodisering av inngåtte, ikke oppgjorte transaksjoner. Avkastningen sammenlignes med avkastningen på den fastsatte referanseporteføljen. Differanseavkastningen mellom den faktiske porteføljen og referanseporteføljen måles som en aritmetisk differanse.

For en portefølje der det skjer inn- og utbetalinger, bør tidsvektet metode benyttes i avkastningsberegningene. Metoden krever at man beregner markedsverdien av porteføljen ved hvert tidspunkt for inn-/utbetaling og finner avkastningen som endring i markedsverdi fra det ene tidspunktet til det andre. Slik finner man på hvert tidspunkt en indeks for markedsverdien i forhold til forrige kontantstrømtidspunkt. Ved å multiplisere disse indekstallene for de enkelte delperioder avleder man avkastningen for den totale perioden. Kontantstrømsene vil dermed kun bidra til avkastningen fra og med tidspunktet for inn-/utbetaling<sup>1</sup>.

Norges Bank har foreløpig kvalitetssikrede markedsverdier kun ved månedsslutt<sup>2</sup>, og beregner derfor ikke tidsvektet avkastning internt i måneden. I stedet benyttes en pengevektet metode (modifisert Dietz metode) der den prosentvise månedlige avkastningen beregnes ved å fordele de enkelte kontantstrømmer på inngangs- og utgangsverdi, og avkastningen finnes ved å dividere porteføljens justerte utgangsverdi på den justerte inngangsverdien<sup>3</sup>.

Modifisert Dietz metode kan beskrives ved følgende formel:

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

der

$R_M$	= Pengevektet avkastning i perioden
$MV_B$	= Inngangsverdi
$MV_E$	= Utgangsverdi
$T$	= Antall dager i perioden
$i$	= Dagnummer i perioden
$K_i$	= Kontantsrøm på dag nr. $i$

For lengre perioder, som kvartals-, års- og hittil i år avkastning, benyttes geometrisk avkastning. Det vil si at avkastningsindeksene for hver delperiode multipliseres. Denne avkastningen er således en tidsvektet avkastning av de enkelte måneders avkastning.

<sup>1</sup> For en mer detaljert fremstilling av avkastningsberegningene henvises det til "Forvaltning av Statens petroleumsfond - Årsrapport 1999 - Temaartikkel 2".

<sup>2</sup> Det beregnes også daglige markedsverdier, men dette er foreløpig ikke på kvalitetssikrede data. Det arbeides kontinuerlig med å bedre kvaliteten på disse dataene.

<sup>3</sup> Tilførsler til Statens petroleumsfond skjer bare ved månedsslutt. Det skjer heller ikke tilførsler/uttrekk fra aksje- og renteporteføljen innad i en måned. Dette betyr at for totalfondet, renteporteføljen og aksjeporteføljen vil de to metodene (modifisert Dietz metode og tidsvektet metode) gi det samme resultatet for den månedsvise avkastningen som beregnes. Det er kun ved beregning av avkastning for delporteføljer (valutaporteføljer og enkeltmandat) at man vil kunne få forskjeller i beregningene avhengig av hvilken metode som benyttes.

Avkastningen beregnes både i norske kroner og i lokal valuta. Den totale avkastningen i norske kroner beregnes ved å summere markedsverdien i norske kroner for alle enkeltvalutaer og fordele totale kontantstrømmer i norske kroner, som beskrevet i formelen. WM/Reuters valutakurser<sup>4</sup> benyttes ved omregning fra lokal valuta til norske kroner. Referanseporteføljens kroneavkastning beregnes som differansen mellom avkastningen i norske kroner og lokal valuta, målt i referanseporteføljens valutafordeling. Den sier hvor mye kronen har appresiert/depresiert målt mot referanseporteføljens valutafordeling.

Avkastningsberegningene utføres i separate modeller som avstemmes mot regnskapssystemet. Avvik i beregnet avkastning mellom avkastningsmodellene og regnskapet forekommer på grunn av ulike vurderingsprinsipper. Avvik vil skyldes forskjeller i behandlingen av opptjente renter og av ikke tilbakebetalt kildeskatt. I regnskapet blir det også foretatt avsetninger til dekning av forvalterhonorar til Norges Bank.

## **Referanseporteføljen**

Referanseporteføljen for Petroleumsfondet utenom Miljøporteføljen består av en aksjereferanse og en obligasjonsreferanse, som bygger på internasjonalt anerkjente markedsindekser. Ved inngangen av hvert kvartal skal aktivafordelingen være 60 prosent i obligasjoner og 40 prosent i aksjer. Innen kvartalet flyter fordelingen mellom de to aktivaklasser avhengig av markedsutviklingen.

### **Aksjereferansen**

Aksjereferanseporteføljen bygger på markedsindeksen FTSE All World Index. Den er fordelt på Europa, Nord-Amerika og Asia. Ved begynnelsen av hvert kvartal skal fordelingen mellom regionene være henholdsvis 50 prosent, 30 prosent og 20 prosent. Aksjeinvesteringene innen hver region fordeles på godkjente land<sup>5</sup> etter markedsverdier målt ved FTSE indeksene. Innen kvartalet endres både land- og regionsvektene avhengig av markedsutviklingen. Prinsippene for sammensetningen av FTSE indeksene er beskrevet i "Ground Rules for the Management of the FTSE All World Index, Version 1.7 June 2001".

### **Obligasjonsreferansen**

Obligasjonsreferanseporteføljen tar utgangspunkt i Schroder Salomon Smith Barneys World Government Bond Indexes (WGBI). Den er fordelt på Europa, Nord-Amerika og Asia. Ved begynnelsen av hvert kvartal skal fordelingen mellom regionene være henholdsvis 50 prosent, 30 prosent og 20 prosent. Innenfor hver region fordeles landvektene etter IMF's BNP-vekter og IMF's gjennomsnittskurser for det året som BNP-tallene er oppgitt for. Innen kvartalet flyter land- og regionsvektene avhengig av markedsutviklingen. Prinsippene for sammensetningen av denne indeksen finnes i "Salomon Smith Barney Global Index Catalog, February 2001".

---

<sup>4</sup> WM/Reuter Closing Spot Rates, fastsettes klokken 16:00 London tid.

<sup>5</sup> Jf. Forskrift for forvaltningen av Statens Petroleumsfond av 3. oktober 1997, §6.