

Forvaltning av Statens petroleumsfond

Rapport for andre kvartal 2005

Oslo, 22. august 2005

NORGES BANK KAPITALFORVALTNING

08/2005

ISSN 1500-7642

Forvaltning av Statens petroleumsfond

Rapport for andre kvartal 2005

Sammendrag

I andre kvartal 2005 var periodeavkastningen av Statens petroleumsfond 3,83 prosent målt i den valutakurven som svarer til sammensetningen av Petroleumsfondets referanseportefølje. Samlet for første halvår 2005 var avkastningen 4,91 prosent.

Avkastningen på aksjeporteføljen var i andre kvartal 4,87 prosent. Det var oppgang i aksjemarkedene i Europa og USA, mens kursene var uendret i Japan kvartalet sett under ett. Renteporteføljen hadde en avkastning på 3,10 prosent målt i valutakurven. Kursene steg i alle hovedmarkedene for obligasjoner både i USA, Europa og i Asia.

I andre kvartal 2005 var avkastningen på Petroleumsfondets portefølje 0,18 prosentpoeng høyere enn avkastningen på den referanseporteføljen som Finansdepartementet har definert. Samlet for første halvår 2005 var meravkastningen på 0,33 prosentpoeng.

Markedsverdien på fondets samlede verdipapirportefølje var 1 183,9 milliarder kroner ved utgangen av andre kvartal, noe som er en økning på 93,8 milliarder i løpet av kvartalet. Økningen i markedsverdi skyldes positiv avkastning målt i internasjonal valuta med 42,5 milliarder, og tilførsel av nye midler med 55,1 milliarder kroner. En sterkere kronekurs i forhold til investeringsvalutaene bidro til en reduksjon av fondets verdi med 3,8 milliarder kroner. Endring i kronekursen har imidlertid ingen betydning for fondets internasjonale kjøpekraft.

1. Hovedtall

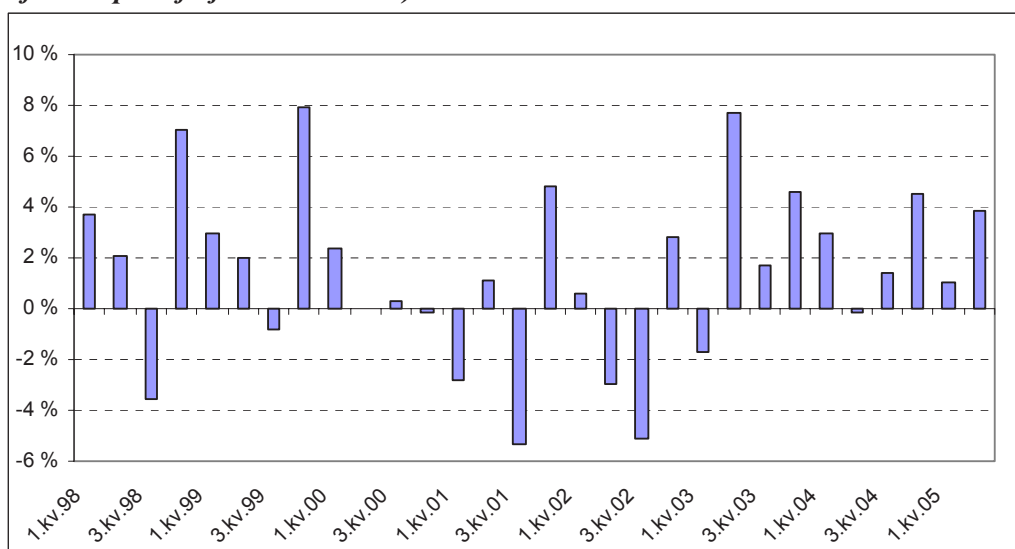
Avkastningen i andre kvartal 2005 var 3,83 prosent, målt i den valutakurven som svarer til sammensetningen av Petroleumsfondets referanseportefølje. Målt i forhold til referanseporteføljens valutakurv hadde aksjeporteføljen en avkastning på 4,87 prosent i kvartalet, mens avkastningen for renteporteføljen var 3,10 prosent. Tabell 1 viser avkastningstall målt mot ulike valutaer.

Tabell 1: Avkastningen i Petroleumsfondet andre kvartal 2005 målt mot ulike referansevalutaer (prosent)

	Aksjer	Renter	Total
Fondets valutakurv	4,87	3,10	3,83
Importvektet valutakurv	6,96	5,15	5,91
Amerikanske dollar	0,90	-0,80	-0,09
Euro	8,33	6,50	7,26
Norske kroner	4,47	2,71	3,44

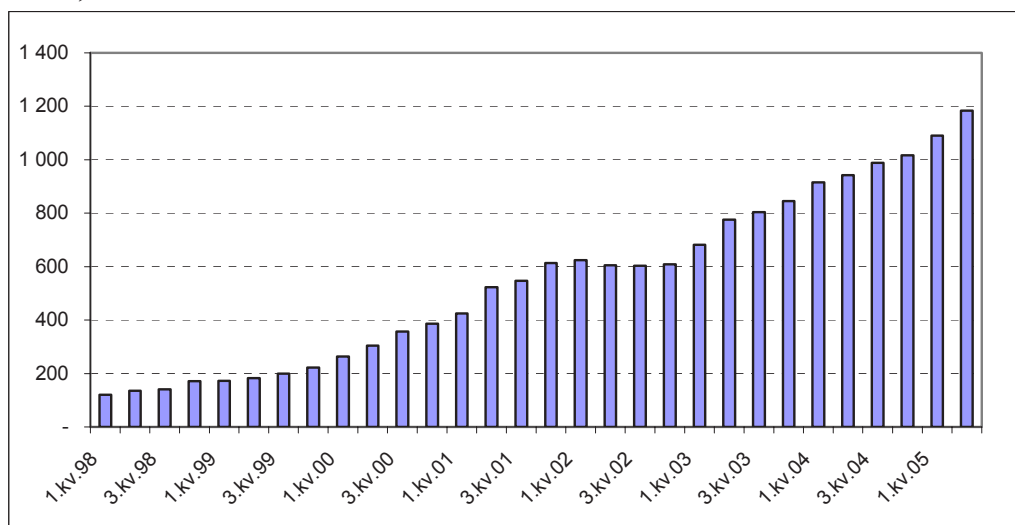
Fra fondet for første gang ble investert i aksjer i 1998 har den gjennomsnittlige kvartalsavkastningen vært 1,43 prosent. Figur 1 viser avkastningen hvert kvartal.

Figur 1: Kvartalsvis avkastning av Petroleumsfondet (prosent, målt i referanseporteføljens valutakurv)



Petroleumsfondet har vokst med 1071 milliarder kroner fra 1. januar 1998 (jf. figur 2). I løpet av disse årene er det tilført 927 milliarder kroner til fondet. Avkastningen målt i internasjonal valuta har økt verdien med 230 milliarder kroner, mens en sterkere krone i forhold til investeringsvalutaene har redusert fondets verdi med 86 milliarder kroner. Endring i kronekursen har imidlertid ingen betydning for fondets internasjonale kjøpekraft.

Figur 2: Markedsverdien av Petroleumsfondet 1998-2005 (milliarder norske kroner)



Fondets årlige netto realavkastning (etter fradrag for forvaltningskostnader og prisstigning) har siden 1. januar 1997 vært på 4,18 prosent. Tabell 2 viser avkastningen fram til utgangen av andre kvartal 2005, regnet som årsrate fra 1. januar i hvert av årene 1997-2004. Prisveksten er et vektet gjennomsnitt av konsumprisveksten i de land som er med i referanseporteføljen.

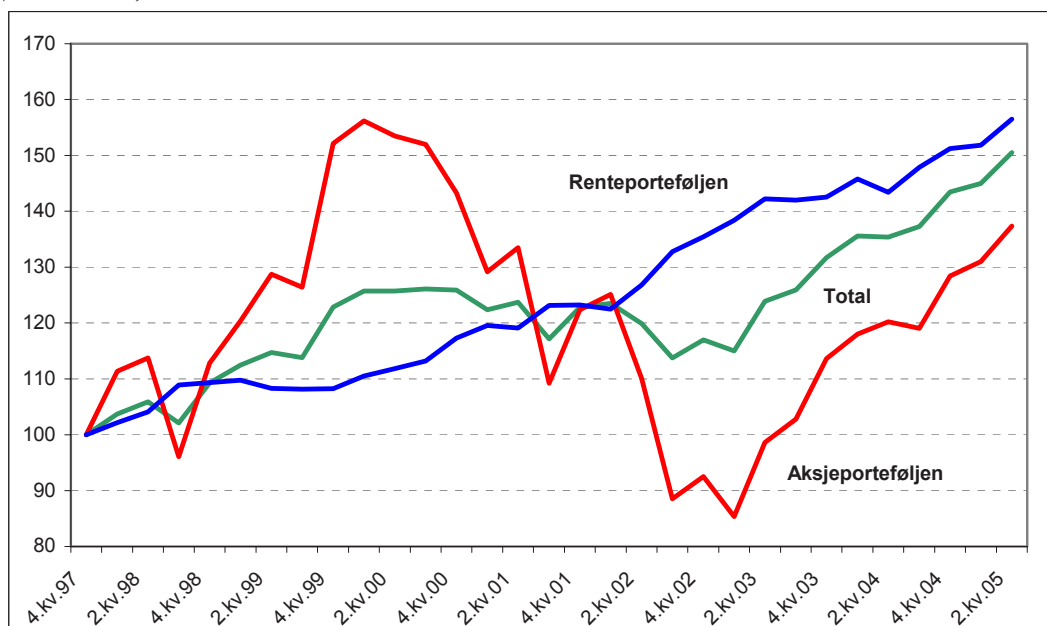
Tabell 2: Årlige avkastningsrater for Petroleumsfondet fram til utgangen av andre kvartal 2005 (målt i referanseporteføljens valutakurv, prosent pr. år)

	Brutto årlig avkastning	Årlig prisvekst	Årlige forv. kostnader	Årlig netto realavkastning	Årlig brutto meravkastning
Fra 01.01.97	6,01	1,67	0,09	4,18	0,44
Fra 01.01.98	5,60	1,65	0,09	3,80	0,46
Fra 01.01.99	5,05	1,77	0,09	3,14	0,50
Fra 01.01.00	3,76	1,86	0,09	1,78	0,37
Fra 01.01.01	4,05	1,82	0,10	2,09	0,39
Fra 01.01.02	5,99	2,01	0,10	3,80	0,47
Fra 01.01.03	10,61	2,05	0,10	8,29	0,58
Fra 01.01.04	9,31	2,36	0,11	6,68	0,58

Avkastningen som Norges Bank oppnår på faktisk portefølje blir målt i forhold til avkastningen på referanseporteføljen som Finansdepartementet har fastsatt. Forskjellen mellom avkastningstallene gir den brutto meravkastning som Norges Bank har bidratt med. Høyre kolonne i tabell 2 viser at brutto meravkastning i gjennomsnitt har vært på 0,44 prosentpoeng pr. år regnet fra 1. januar 1997.

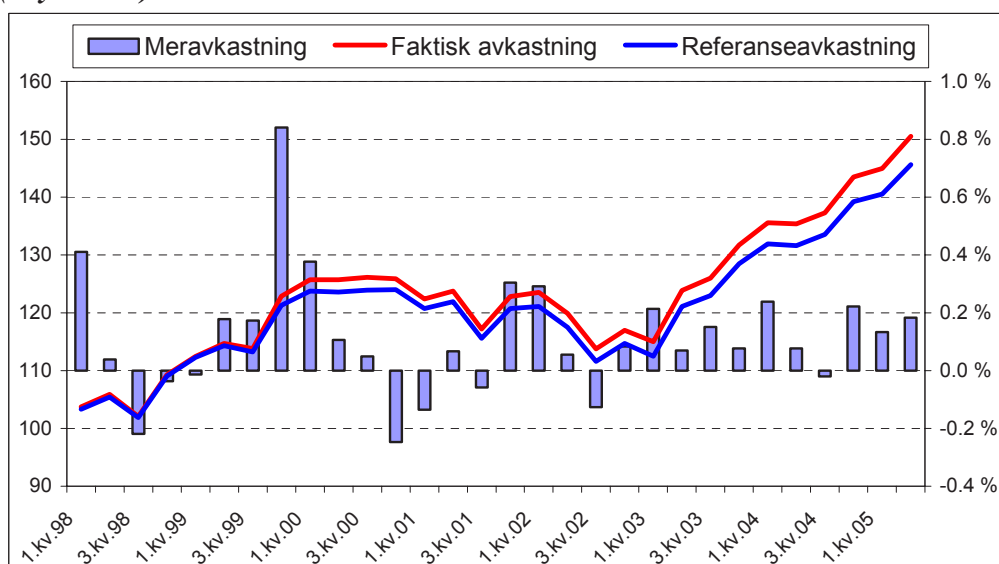
Den akkumulerte avkastningen av Petroleumsfondet fra 1. januar 1998 til utgangen av andre kvartal 2005 har vært 50,5 prosent (jf. figur 3). I løpet av denne perioden har aksjeporteføljen hatt en akkumulert avkastning på 37,4 prosent, mens renteporteføljen har hatt en avkastning på 56,5 prosent.

Figur 3: Indeks for akkumulert avkastning av delporteføljene i Petroleumsfondet (1998-2005)



Siden 1998 har akkumulert avkastning på referanseporteføljen vært 45,6 prosent mens den faktiske avkastningen har vært 50,5 prosent (jf. figur 4). Akkumulert brutto meravkastning målt i valutakurven har vært på til sammen 4,9 prosentpoeng, som i beløp tilsvarer 17,6 milliarder kroner.

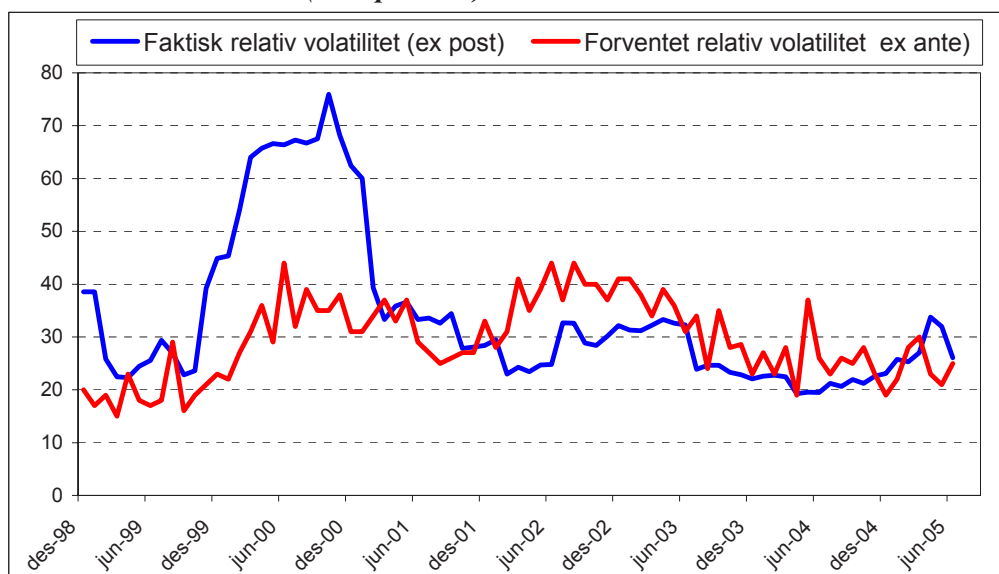
Figur 4: Indeks for akkumulert faktisk avkastning og referanseavkastning målt i valutakurven (venstre akse) og kvartalsvis brutto meravkastning i prosentpoeng (høyre akse)



I styringen av forvaltningen har Finansdepartementet satt en begrensning på hvor forskjellig sammensetningen av fondet kan være fra referanseporteføljen. Dette er

gjort ved å sette en grense for forventet avvik i avkastningen mellom den faktiske porteføljen og referanseporteføljen. Denne grensen for relativ markedsrisiko i forvaltningen er definert som 1,5 prosentpoeng relativ volatilitet (forklart i kapittel 5 nedenfor). Den røde linjen i figur 5 viser utviklingen i forventet relativ volatilitet fra og med desember 1998.

Figur 5: Forventet relativ volatilitet og faktisk relativ volatilitet ved utgangen av hver måned 1999 - 2005 (basispunkter)



I ettertid kan vi bruke variasjonen i avviket mellom avkastningen av den faktiske porteføljen og av referanseporteføljen (dvs. variasjonen i meravkastningen) som et mål for hva den relative markedsrisikoen faktisk har vært (den blå linjen i figuren). Denne volatiliteten er beregnet som årsrate fra 12 måneders rullerende vinduer.

Både forventet volatilitet og faktisk volatilitet kan svinge mye også ved uendret grad av aktiv forvaltning. Dette skyldes at målene påvirkes av ulike trekk i markedsutviklingen, som for eksempel endringer i volatiliteten i markedene og i korrelasjoner mellom de ulike aktivaklasser og verdipapirer. Relativ volatilitet har hele tiden ligget godt under den grensen som Finansdepartementet har satt for den relative markedsrisikoen i Petroleumsfondets portefølje.

Informasjonsraten er et mål på dyktighet i operativ forvaltning. Denne raten er forholdstallet mellom brutto meravkastning pr. år og relativ markedsrisiko (her målt som faktisk standardavvik for differanseavkastningen). Som gjennomsnitt fra første kvartal 1998 til og med andre kvartal 2005 har informasjonsraten for fondet vært på 1,19 målt som årsrate. Tabell 3 gir en historisk oversikt over informasjonsraten for fondet samlet og for hver aktivaklasse.

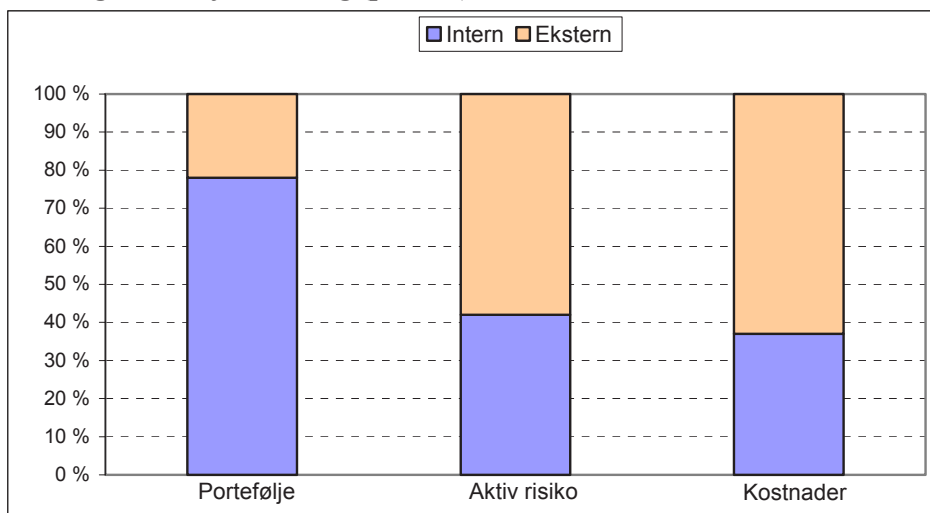
Tabell 3: Informasjonsrater

Periode	Petroleumsfondet	Aksjer	Renter
Siste 12 måneder	1,71	1,04	3,22
Siden 2002	1,80	0,99	3,39
Siden 1999	1,31	1,07	1,92

Ved utgangen av andre kvartal ble 22 prosent av Petroleumsfondet forvaltet av eksterne forvaltere. Samtidig utgjorde kostnadene ved ekstern forvaltning 63 prosent av de samlede forvaltningskostnadene. Den eksterne forvaltningen stod for anslagsvis 58 prosent av den samlede risiko knyttet til aktiv forvaltning (figur 6).

Den eksterne forvaltningen er i all hovedsak aktiv, mens en større del av den interne forvaltningen er knyttet til utvidet indeksering. Aktiv forvaltning er klart dyrere enn indeksering, og det forklarer i noen grad at enhetskostnadene i den eksterne forvaltningen er langt høyere enn i den interne. Men også sammenlignbar forvaltning er billigere hos interne enn hos eksterne forvaltere. Eksterne forvaltere med spesialistkompetanse brukes for å oppnå tilstrekkelig bredde og omfang i den aktive forvaltningen, og meravkastningen fra eksternforvaltningen har klart oversteget merkostnadene.

Figur 6: Fordeling av portefølje, forvaltningskostnader og aktiv risiko* mellom intern og ekstern forvaltning (prosent)



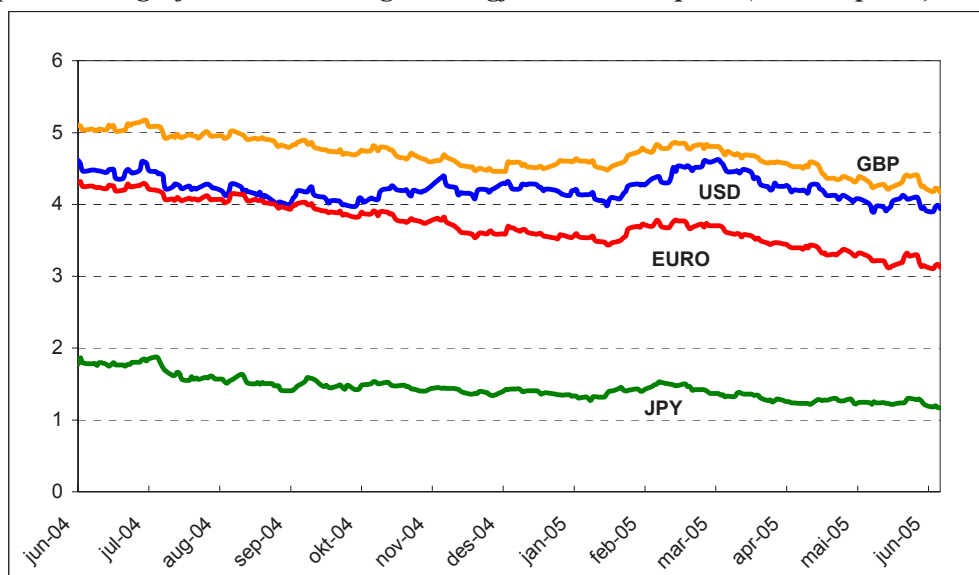
* Det finnes ingen absolutt korrekt måte å beregne fordelingen av aktiv risiko på. Fordelingen i figuren bygger på en summering av risikoen (VaR) i interne og eksterne mandater, uten hensyn til korrelasjon mellom de ulike mandatene.

2. Markedsutviklingen

Rentemarkedene

Obligasjonsrentene i hovedmarkedene hadde en fallende utvikling i løpet av andre kvartal. Renten på statsobligasjoner med ti års løpetid falt med vel 0,50 prosentpoeng i USA og i Europa, mens rentenedgangen i Japan var på omlag 0,15 prosentpoeng (figur 7).

Figur 7: Utviklingen i de viktigste obligasjonsmarkedene siste 12 måneder. Rentene på statsobligasjoner med om lag 10 års gjenværende løpetid (Prosent pr. år)



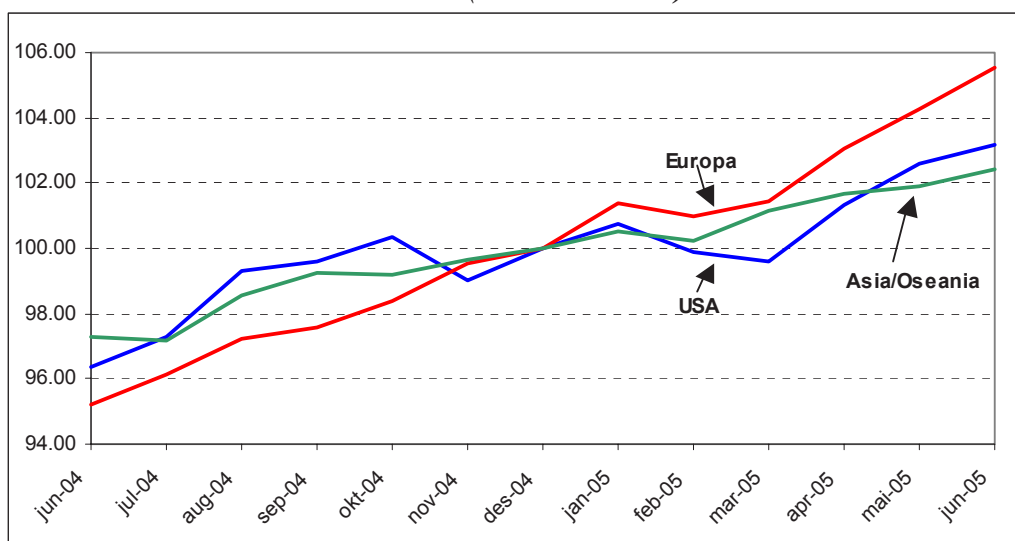
Nedgangen i de langsiktige rentene på amerikanske statsobligasjoner har sammenheng med en viss avtakende økonomisk vekst som følge av redusert vekst i innenlandsk etterspørsel og en ytterligere svekkelse av handelsbalansen. Uro i markedet for kredittobligasjoner har dessuten ført til en relativt høyere etterspørsel etter statsobligasjoner.

Sentralbanken i USA fortsatte sin gradvise pengepolitiske tilstramning, og satte opp styringsrenten med 0,5 prosentpoeng til 3,25 prosent i løpet av andre kvartal. Økningen ble begrunnet med fortsatt relativ høy økonomisk vekst, lavere arbeidsledighet, og risiko for tiltakende inflasjon. Siden juni 2004 er styringsrenten blitt satt opp med 2,25 prosentpoeng. Sentralbanken har signalisert at styringsrenten gradvis vil bli økt ytterligere til en når et nøytralt nivå for pengepolitikken.

Også i Europa var det en nedgang i obligasjonsrentene gjennom kvartalet. Dette har sammenheng med lav økonomisk vekst, særlig i Tyskland og i Italia. Resultatet av folkeavstemningene om den europeiske konstitusjonen har medført usikkerhet med hensyn til den fremtidige utvikling av den monetære unionen, og kan ha bidratt til ytterligere rentenedgang.

Rentenedgangen i Japan var langt mer moderat enn i USA og i Europa. Også i Japan viste makroøkonomiske nøkkeltall en viss nedgang i den økonomiske veksten. Tall for konsumprisveksten har også vist en fallende tendens det siste kvartalet.

Figur 8: Verdiutviklingen på Lehman Global Aggregates statspapirindekser i hovedmarkedene de siste 12 måneder (31.12.2004=100)



Utviklingen i Lehman Global Aggregates statspapirindekser i hovedmarkedene de siste 12 måneder fremgår av figur 8. I Europa var avkastningen i andre kvartal 2005 på 4,0 prosent, i Asia på 1,3 prosent og i USA på 3,6 prosent.

Renteforskjellen mellom kreditt- og statspapirer (kredittpreaden) i USA har variert betydelig de siste månedene, men økt noe andre kvartal sett under ett (jf. figur 9). Økningen i renteforskjellen fra midten av mars til midten av mai hadde sammenheng med at General Motors (GM) varslet om svakere resultater. Dette ledet i sin tur til forventninger om at kredittvurderingsselskapene ville nedgradere GM, noe som kunne få negativ innvirkning på kredittmarkedene. Standard & Poor's nedgraderte GM og Ford i begynnelsen av mai til under "investment-grade". Fra midten av mai var det en viss nedgang i renteforskjellene, noe som trolig hadde en sammenheng med en generell oppgang i aksjemarkedene.

Figur 9: Differansen mellom renten på kreditt¹- og statspapirer i USA

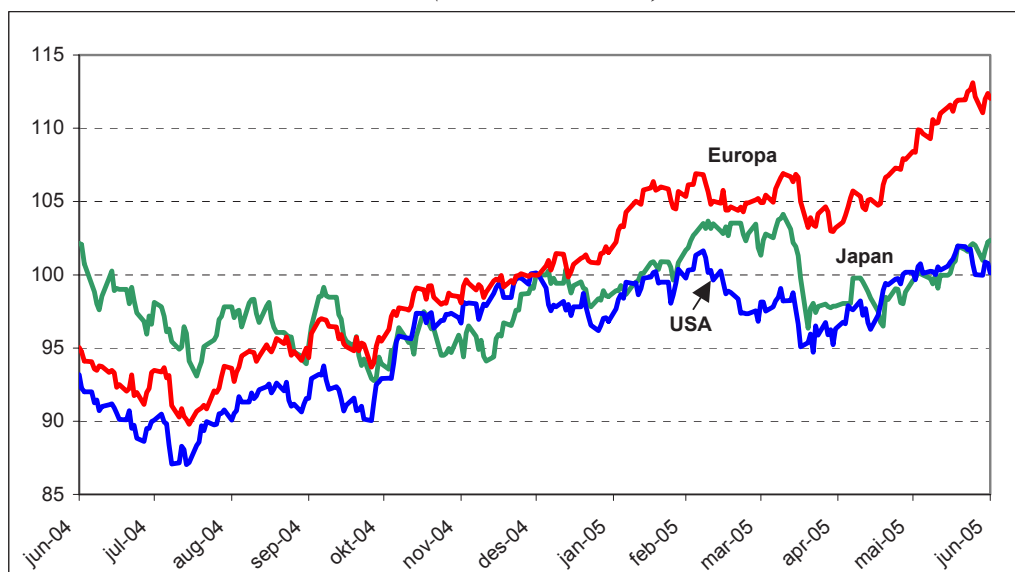


Aksjemarkedene

¹ Selskapspapirer med kredittrating AAA fra Standard & Poor's.

Inngangen til andre kvartal var preget av nedgang i aksjekursene i hovedmarkedene. Dette var særlig tilfellet i Japan, der aksjemarkedet falt med over 7 prosent på ti dager i begynnelsen av april. Fra slutten av april snudde nedgangen, og det ble kursoppgang både i USA og i Europa for kvartalet sett under ett. Målt ved FTSE-indeksen var oppgangen i de europeiske aksjemarkedene på 6,8 prosent, og i aksjemarkedet i USA på 2,0 prosent. I Japan var nivået uendret kvartalet sett under ett.

Figur 10: Verdiutviklingen målt i lokal valuta i FTSE aksjeindekser i hovedmarkedene siste 12 måneder (31.12.2004 = 100)



Oljeprisen fortsatte å stige også i andre kvartal. Dette har bidratt til økning i forventet inntjening for olje- og energiselskaper, og selskaper innenfor disse sektorene har hatt sterkest kursutvikling i løpet av kvartalet. De europeiske børsene er mer eksponert mot disse sektorene enn børsene i USA, noe som har bidratt til den sterkere utviklingen i børsindeksene i Europa. En svekkelse av euroen i forhold til amerikanske dollar bidro også til kursoppgangen i de europeiske markedene.

Teknologisektoren har hatt en forholdsvis svak utvikling det siste kvartalet. I Asia er det bygd ut mye produksjonskapasitet uten at etterspørselen etter produktene har økt i samme grad. Prispresset på de fleste mobiltjenester er økende samtidig som det har vært liten utvikling av tjenestespekteret. Kabelselskaper er også blitt en del av telemarkedet, noe som har bidratt til økt konkurranse for tradisjonelle aktører.

Tabell 4 viser kursutviklingen i hovedsektorene og i de ti største undersektorene på FTSEs verdensindeks i andre kvartal 2005. Hovedsektorene råvarer og energi- og vannforsyning har hatt den sterkeste kursutviklingen. Undersektorer knyttet til oljeutvinning og foredling av oljeprodukter har bidratt sterkt til kursoppgangen.

Tabell 4: Avkastningen på hovedsektorene og de ti største undersektorene på FTSE verdensindeks i andre kvartal 2005 (målt i prosent mot amerikanske dollar, mot norske kroner og mot referanseporteføljens valutakurv)

	USD	NOK	Valutakurv
Råvarer	3,55	7,21	7,62
- av dette olje og gass	4,41	8,10	8,51
Prosessindustri	-3,41	0,00	0,38
Generell industri	-1,27	2,22	2,61
Konjunkturfølsomme varer	-1,37	2,12	2,51
Ikke-konjunkturfølsomme varer	2,39	6,02	6,42
- av dette farmasi og bioteknologi	4,17	7,86	8,27
Konjunkturfølsomme tjenester	-2,05	1,41	1,80
- av dette detaljhandel	0,33	3,88	4,27
- av dette media og foto	-4,52	-1,14	-0,77
Ikke-konjunkturfølsomme tjenester	-0,18	3,36	3,75
- av dette telekommunikasjon	-0,41	3,11	3,50
Energi og vannforsyning	6,55	10,32	10,73
Finansielle tjenester	1,45	5,03	5,43
- av dette banker	0,50	4,05	4,45
- av dette forsikringselskaper	0,16	3,70	4,10
- av dette finansinstitusjoner	2,91	6,55	6,95
Informasjonsteknologi	2,58	6,21	6,61
- av dette IT maskinvare	4,27	7,96	8,37
- av dette programvare og tjenester	-0,35	3,17	3,56

3. Gjennomføring av forvaltningen

Markedsverdien av Petroleumsfondets internasjonale portefølje var 1 183,9 milliarder kroner 30. juni 2005. I løpet av andre kvartal økte fondets markedsverdi med 93,8 milliarder kroner. Tabell 5 viser markedsverdien ved de siste kvartalsskifter, og endringen i markedsverdi i andre kvartal 2005 fordelt på tilførsel, avkastning i internasjonal valuta og endring i kronens internasjonale verdi.

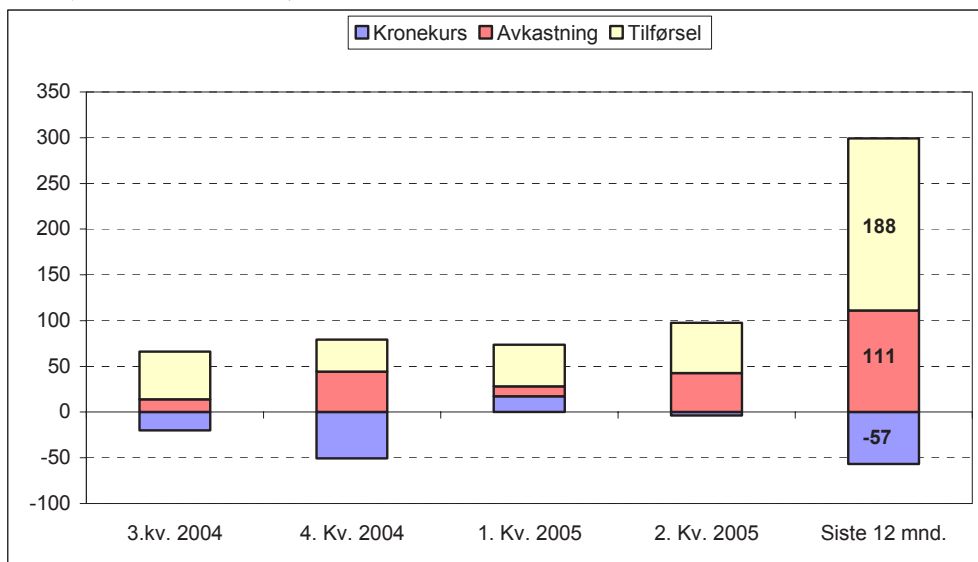
Tabell 5: Markedsverdien av Petroleumsfondets delporteføljer de siste kvartalsskifter, og endringen i markedsverdi i andre kvartal 2005 (tall i mill. kroner)

	Aksjeporteføljen	Rentepordeføljen	Petroleumsfondet totalt
30. juni 2004	391 858	550 499	942 357
30. sept. 2004	392 938	595 203	988 141
31. des. 2004	416 298	600 104	1 016 402
31. mars 2005	435 467	654 674	1 090 141
Tilførsel	16 343	38 754	55 097
Avkastning	22 109	20 358	42 467
Endring i kroneverdi	- 1 483	- 2 294	- 3 777
30. juni 2005	472 436	711 491	1 183 927

I løpet av de siste 12 månedene har Petroleumsfondet økt med 242 milliarder kroner. (jf. figur 11). Det er blitt tilført 188 milliarder kroner, avkastningen har vært 111 milliarder, og en sterkere krone i forhold til investeringsvalutaene har redusert verdien med 57 milliarder kroner. Figuren viser at appresieringen av kronen i hovedsak

skjedde i fjerde kvartal 2004. Avkastningen målt i internasjonal valuta var høyest i fjerde kvartal 2004 og i andre kvartal 2005.

Figur 11: Kvartalsvis endring i markedsverdien av fondet de siste 12 måneder splittet på tilførsel, avkastning og virkning av endring i kronens internasjonale verdi (milliarder kroner)



For en beskrivelse av mandatet for forvaltningen og sammensetningen av referanseporteføljen vises til vedlegg 1. Med virkning fra 31. mai 2005 besluttet Finansdepartementet at det amerikanske selskapet Kerr-McGee Corporation skulle utelukkes fra Petroleumsfondets investeringsunivers. Beslutningen var basert på en anbefaling fra Petroleumsfondets etiske råd og ble fattet i samsvar med de etiske retningslinjene som trådte i kraft 1. desember 2004. Begrunnelse for utelukkelsen er nærmere omtalt i en pressemelding av 6. juni 2005 fra Finansdepartementet.

Selskaper som er utelukket fra Petroleumsfondets investeringsunivers

<u>Navn</u>	<u>Land</u>	<u>Dato for utelukkelse</u>
Singapore Technologies Engineering Ltd	Singapore	26. april 2002
Kerr-McGee Corporation	U.S.A.	31. mai 2005

Forvaltningen av renteporteføljen

Markedsverdien av renteporteføljen økte med 56,8 milliarder i andre kvartal til 711,5 milliarder kroner. Ved utgangen av kvartalet var om lag 90 prosent av renteporteføljen internt forvaltet i Norges Bank. Forvaltningen er inndelt i utvidet indeksering og aktiv forvaltning. Både eksterne og interne mandater er etablert for å ivareta dette.

Utvidet indeksering av renteporteføljen utføres i tre delporteføljer, for henholdsvis statsgaranterte obligasjoner, selskapsobligasjoner og pantsikrede obligasjoner. Det

meste av indeksporteføljen forvaltes internt, mens pantsikrede lån i Amerika indekseres av eksterne forvaltere.

Om lag 10 prosent av renteporteføljen forvaltes eksternt. I tillegg til mandatene for pantsikrede lån i Amerika, er det aktive mandater med ulike typer aktive strategier for meravkastning som forvaltes eksternt.

I andre kvartal 2005 er det overført midler til to nye eksterne forvaltningsoppdrag. Barclays Global Investors N.A. og PanAgora Asset Management Inc. har fått tildelt mandater for spesialisert forvaltning i USA.

Forvaltningen av aksjeporteføljen

Markedsverdien av aksjeporteføljen var ved utgangen av andre kvartal 472,4 milliarder kroner, noe som var en økning på 37,0 milliarder kroner i løpet av kvartalet.

Ved utgangen av andre kvartal var i underkant av 60 prosent av aksjeporteføljen internt forvaltet i Norges Bank. Alle interne aksjeporteføljer forvaltes aktivt, med analysebasert forvaltning innenfor sektorene finans, telekommunikasjon, energi, media og handelsnæring. I tillegg benyttes globale sektorallokeringsstrategier og utvidet indeksering innenfor alle sektorer.

I andre kvartal 2005 er det overført midler til tre nye oppdrag hos eksterne aksjeforvaltere; APS Asset Management Pte Ltd, Fidelity Pensions Management og Schroder Investment Management Limited har fått tildelt regionale mandater.

4. Fondets avkastning

Petroleumsfondet hadde i andre kvartal en periodeavkastning på 3,83 prosent, målt i forhold til referanseporteføljens valutakurv (jf. tabell 6). Avkastningen var negativ i april, mens den var positiv i mai og juni etter oppgang i aksjemarkedene. Målt i norske kroner var totalavkastningen i andre kvartal på 3,44 prosent. Forskjellen skyldes at kronen i løpet av kvartalet i gjennomsnitt ble omlag 0,4 prosent sterkere i forhold til valutaslagene i referanseporteføljen. Dette har imidlertid ingen betydning for fondets internasjonale kjøpekraft.

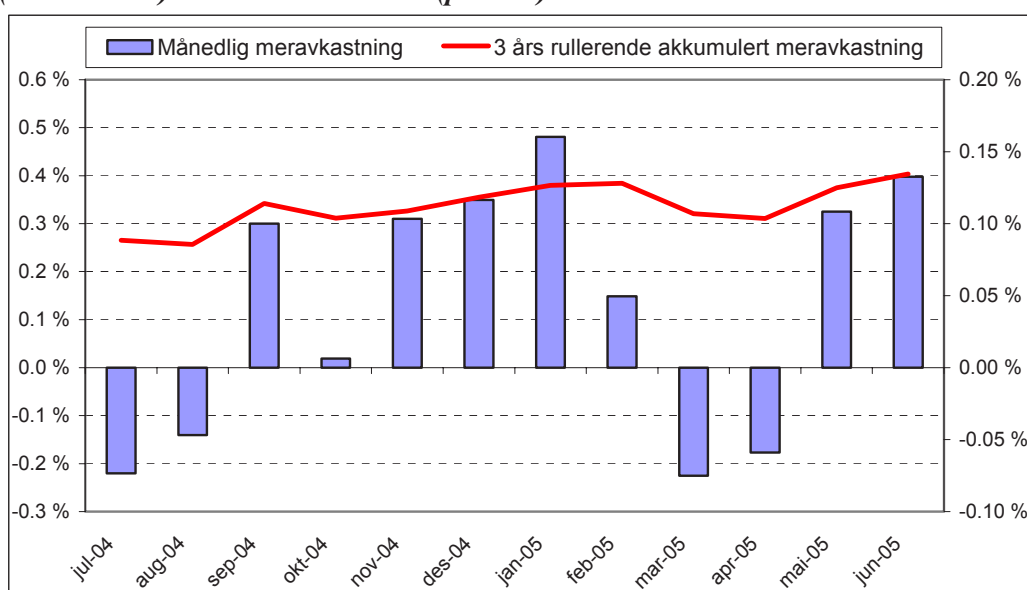
Tabell 6: Avkastningen av Petroleumsfondet (i prosent). Faktisk portefølje og referanseportefølje i andre kvartal 2005

	Avkastningen målt i referanseporteføljens valutakurv		Avkastningen målt i norske kroner		
	Faktisk portefølje	Referanseportefølje	Faktisk portefølje	Referanseportefølje	Meravkastning
Første kvartal	1,03	0,90	2,76	2,63	0,13
April	-0,20	-0,14	-0,55	-0,49	-0,06
Mai	2,39	2,28	1,60	1,49	0,11
Juni	1,61	1,48	2,38	2,25	0,13
Andre kvartal	3,83	3,65	3,44	3,26	0,18
Hittil i år	4,91	4,59	6,30	5,97	0,33

Petroleumsfondet hadde i andre kvartal en meravkastning på 0,18 prosentpoeng i forhold til referanseporteføljen. I beløp utgjorde meravkastningen om lag 2,1 milliarder kroner. Bidraget til meravkastningen kom hovedsaklig fra den eksterne aksjeforvaltningen.

De siste 12 måneder har akkumulert meravkastning vært 0,53 prosentpoeng. De siste tre år frem til utgangen av annet kvartal 2005 er årlig annualisert meravkastning 0,40 prosentpoeng (jf. figur 12).

Figur 12: Månedlig (høyre akse) og annualisert akkumulert meravkastning (venstre akse) de siste 36 måneder (prosent)

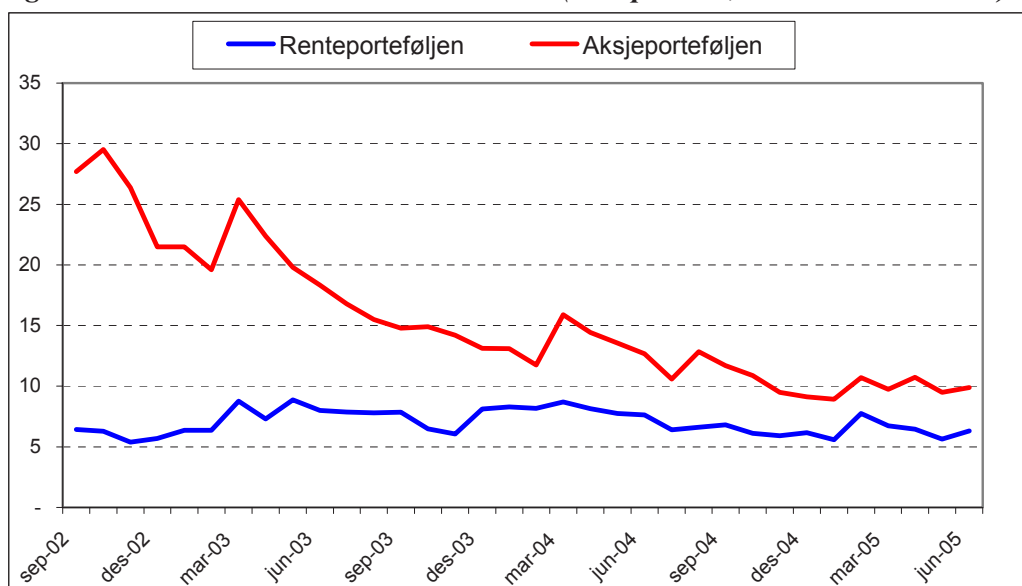


Avkastningstallene som presenteres i denne rapporten, er ikke justert for kostnader knyttet til innfasing av nye midler. Norges Bank har estimert de direkte og indirekte transaksjonskostnadene knyttet til innfasingen til 121,6 millioner kroner i andre kvartal 2005. Dette utgjorde 0,22 prosent av det totale overføringsbeløpet på 55,1 milliarder kroner og 0,01 prosent av markedsverdien til Petroleumsfondet ved inngangen til kvartalet. Det vises til vedlegg 2 for en omtale av metodegrunnlaget for beregningene.

5. Risiko

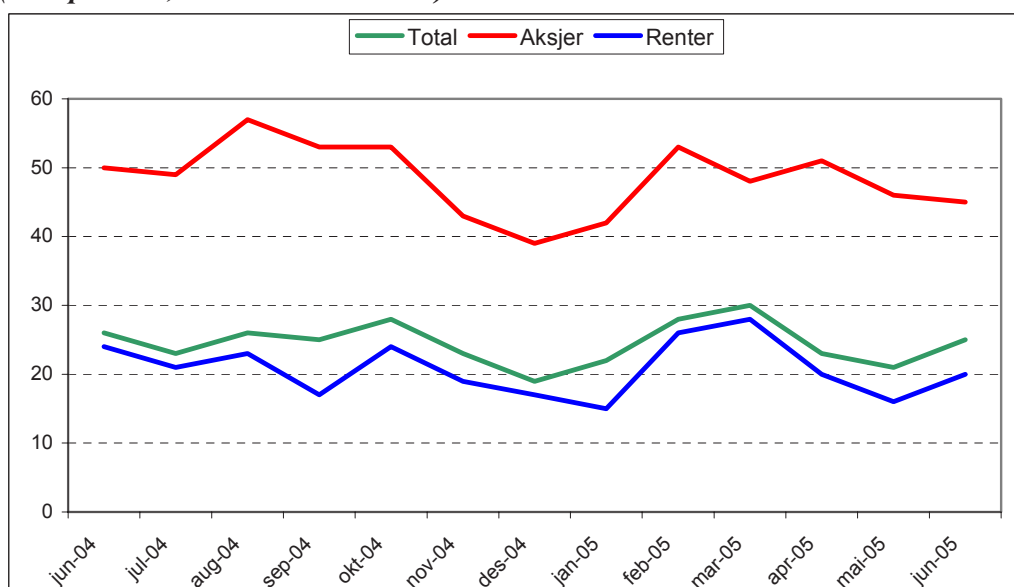
Petroleumsfondets absolutte markedsrisiko, målt som forventet volatilitet av avkastningen i norske kroner, svinger med volatiliteten i markedet. Som illustrert i figur 13 var den absolutte volatiliteten for aksjeporteføljen ved utgangen av annet kvartal 2005 omlag 1/3 av nivået som ble målt ved utgangen av 2002. Det har vært langt mindre endringer i markedsrisikoen på renteporteføljen.

Figur 13: Absolutt volatilitet ved månedslutt (basispunkter, målt i norske kroner)



Finansdepartementet har satt en grense for markedsrisikoen i den faktiske porteføljen i forhold til referanseporteføljen. Denne relative markedsrisikoen skal alltid være lavere enn 1,5 prosentpoeng (150 basispunkter) forventet relativ volatilitet, slik dette måles i risikomodellen Risk Manager. Den relative markedsrisikoen i andre kvartal 2005 har ligget godt innenfor den øvre grensen. De avvik som er gjort fra referanseporteføljen, har ikke brakt forventet relativ volatilitet høyere enn om lag 30 basispunkter.

Figur 14: Forventet relativ volatilitet ved hver månedslutt siste 12 måneder (basispunkter, målt i norske kroner)



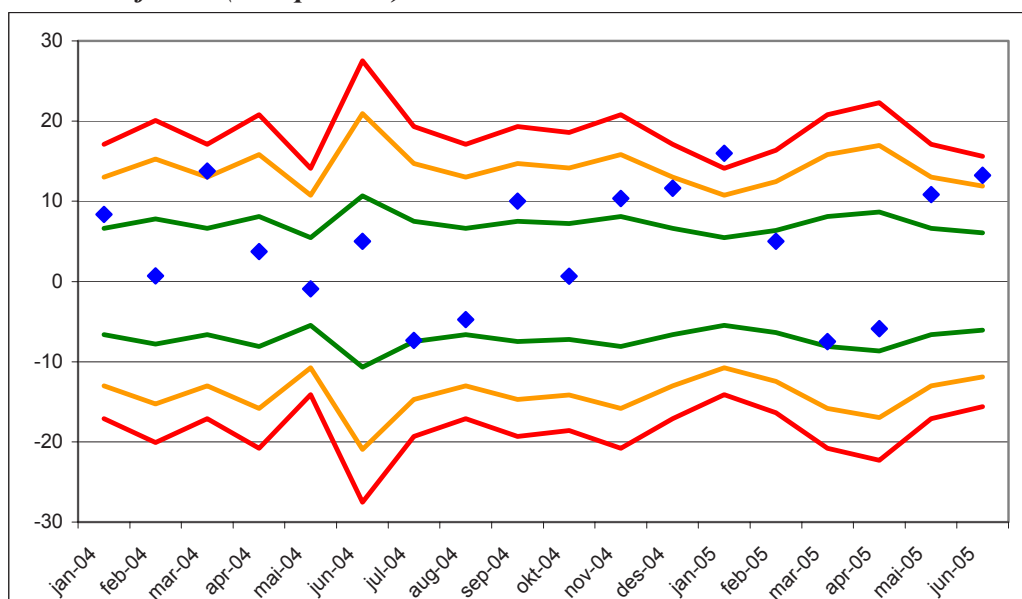
Den relative risikoen er høyere i aksjeforvaltningen enn i renteforvaltningen. Det har sammenheng med at aksjemarkedene svinger mer enn rentemarkedene, slik at like store posisjoner gir mer risiko i aksjeforvaltningen. Det har også sammenheng med at omfanget av aktiv forvaltning har vært noe større på aksjesiden.

Forventet relativ volatilitet

Finansdepartementets grense for relativ markedsrisiko i forvaltningen av Petroleumsfondet er satt i forhold til 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 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. Gitt en forventet relativ volatilitet på 1,5 prosentpoeng eller 150 basispunkter vil faktisk avkastning på porteføljen i to av tre år ventelig vil avvike med mindre enn 1,5 prosentpoeng fra referanseavkastningen.

Norges Bank tester om faktisk meravkastning i Petroleumsfondet varierer i tråd med hva en skulle forvente ut fra den risikomodellen som benyttes. Dette er illustrert i figur 15. Figuren viser realisert månedlig meravkastning fra januar 2004 (punkter) og konfidensintervall målt ved standardavvik. Modellen tilsier at i omlag 67 prosent av tilfellene skal den faktiske avkastningen ligge innenfor intervallet dannet av de grønne linjene. Tilsvarende for de oransje og røde intervallene er henholdsvis 95 og 99 prosent. Figuren indikerer at faktisk avkastning er i tråd med det en skal forvente ut fra den risikomodellen som benyttes, og analyser av lengre tidsserier gir tilsvarende resultater.

Figur 15: Konfidensintervall for risiko og realisert meravkastning for Petroleumsfondet (basispunkter)



Etter Finansdepartementets retningslinjer for kredittrisiko kan Petroleumsfondet normalt ikke investeres i verdipapirer med lavere kredittvurdering enn Baa fra Moodys, BBB fra S&P eller BBB fra Fitch. Likevel kan inntil 0,5 prosent av renteporteføljen være investert i papirer som har Ba/BB/BB som høyeste vurdering fra ett av byråene Moodys, S&P eller Fitch. Tabell 7 viser sammensetningen av rentepapirporteføljen (renteporteføljen eksklusive kontanter) basert på kredittvurderingene til Moody's og Standard & Poor's (S&P).

Tabell 7: Porteføljen av rentebærende verdipapirer pr. 30. juni 2005 fordelt etter kredittvurdering (i prosent av markedsverdi)

Moody's		Standard & Poor's	
Karakter	Prosent av total	Karakter	Prosent av total
Aaa	60,83	AAA	58,80
Aa	13,41	AA	18,01
A	16,54	A	10,65
Baa	5,46	BBB	6,19
Ba	0,18	BB	0,29
Lavere	0,01	Lavere	0,03
Ingen vurdering*	3,57	Ingen vurdering	6,03

* Hvis et verdipapir har karakteren "ingen vurdering" fra Moody's, har det en godkjent vurdering fra ett av de to andre byråene (S&P eller Fitch). Det samme gjelder for S&P.

I tabellen er statspapirer og statsgaranterte rentepapirer uten kredittvurdering gitt utstederlandets kredittvurdering. Renteporteføljen består foruten langsiktige rentepapirer også av rentebærende instrumenter med kortere løpetid. Alle disse har kredittvurdering P-1 fra Moody's og A-1 fra S&P.

Finansdepartementet har gjennom forskrift og utfyllende retningslinjer for Petroleumsfondet fastsatt grenser for risiko og eksponering. Disse grenser og den faktiske tilpasning i porteføljen fremgår av tabell 8.

Tabell 8: Forskriftens og retningslinjenes grenser for risiko og eksponering

§	Risiko	Grenser	Faktisk				
			30.06.04	30.09.04	31.12.04	31.03.05	30.06.05
§ 4	Markedsrisiko	Maksimalt 1,5 prosentpoeng relativ volatilitet	0,26	0,26	0,20	0,30	0,25
§ 5	Aktivafordeling	Renteinstrumenter 50-70%	58,5	60,3	59,0	60,1	60,1
		Aksjer 30-50%	41,5	39,7	41,0	39,9	39,9
§ 6	Markedsfordeling aksjer	Europa 40-60%	47,3	50,0	49,0	49,4	47,7
		Amerika, Midt-Østen/Afrika, Asia og Oseania 40-60%	52,7	50,0	51,0	50,6	52,3
	Nye markeder	< 5% av aksjeporteføljen	2,6	2,7	3,0	3,3	3,6
	Valutafordeling renter	Europa 45-65%	54,8	55,3	56,0	54,4	54,7
Amerika og Midt-Østen/Afrika 25-45%		35,4	35,0	34,2	35,7	35,1	
Asia/Oseania 0-20%		9,7	9,7	9,8	9,9	10,2	
§ 7	Renterisiko	Modifisert durasjon 3-7	5,5	5,6	5,6	5,7	6,0
§ 11	Eierandel	Maks 3% av et selskap	2,7	2,6	2,7	2,6	3,0

Forvaltningen har vært innenfor forskriftens og retningslinjenes grenser for risiko og eksponering gjennom hele kvartalet.

6. Kostnader i forvaltningen

Forvaltningsavtalen mellom Finansdepartementet og Norges Bank fastsetter prinsippene for den godtgjøring Norges Bank skal motta for å forvalte Petroleumsfondets porteføljer. For 2005 skal godtgjøringen dekke de faktiske kostnadene banken har, forutsatt at disse kostnadene er lavere enn et tak på 0,10 prosent av fondets gjennomsnittlige markedsverdi. I tillegg dekkes honorarer til eksterne forvaltere som følge av oppnådd meravkastning. Avtaler om avkastningsavhengige honorarer er inngått med de fleste eksterne aktive forvaltere, etter prinsipper som er godkjent av Finansdepartementet.

Norges Bank Kapitalforvaltning forvalter foruten Petroleumsfondet også Statens petroleumsforsikringsfond og den største delen av Norges Banks valutareserver. Honorarer til eksterne forvaltere og eksterne oppgjørs- og depotinstitusjoner faktureres separat for hvert av fondene. De øvrige driftskostnadene er felles for alle de fond som forvaltes av Norges Bank Kapitalforvaltning. Felleskostnadene fordeles på de tre fondene ved hjelp av en fordelingsnøkkel. Felleskostnadene omfatter i tillegg til Norges Bank Kapitalforvaltnings direkte kostnader, også kostnader for støttefunksjoner utført av andre deler av Norges Bank. Omfanget av den siste typen kostnader er beregnet etter de retningslinjene som gjelder for forretningsdrift i Norges Bank.

Tabell 9: Forvaltningskostnader i første halvår 2005 (i tusen kroner og i basispunkter av gjennomsnittlig portefølje)

	Første halvår 2005		Første halvår 2004 *	
	1000 kroner	Prosent	1000 kroner	Prosent
Interne kostnader i aksjeforvaltningen	74 965		63 885	
Kostnader til aksjedepot og oppgjør	25 165		25 695	
Samlede kostnader i den interne aksjeforvaltningen	100 130	0,08	89 580	0,08
Interne kostnader i renteforvaltningen	71 527		65 874	
Kostnader til rentedepot	28 412		14 929	
Samlede kostnader i den interne renteforvaltningen	99 939	0,03	80 803	0,04
Minimumshonorarer til eksterne forvaltere	168 882		151 840	
Avkastningsavhengige honorarer til eksterne forvaltere	116 046		82 916	
Andre kostnader ved ekstern forvaltning	52 847		42 984	
Samlede kostnader i den eksterne forvaltningen	337 775	0,29	277 740	0,28
Sum alle forvaltningskostnader	537 844	0,10	448 123	0,10
Sum forvaltningskostnader, eksklusive avkastningsavhengige honorarer	421 798	0,08	365 207	0,08

* Fordeling av kostnader mellom intern og ekstern forvaltning i første halvår 2004 er omarbeidet for å gi sammenlignbare tall.

Omregnet til årsrate utgjorde kostnadene i første halvår 2005 0,10 prosent av gjennomsnittlig markedsverdi av fondet (jf. tabell 9). Sett bort fra

avkastningsavhengige honorarer til eksterne forvaltere utgjorde kostnadene 0,08 prosent av markedsverdien, noe som er uendret fra første halvår 2004. Det er kun små endringer i forholdstallene mellom kostnader og beløp under forvaltning fra første halvår 2004 til første halvår 2005 for både interne og eksterne kostnader.

Kostnadene fordeles på intern og ekstern forvaltning ved hjelp av fordelingsnøkler for de interne kostnadene og depotkostnadene. Anslagsvis 63 prosent av kostnadene gjaldt ekstern forvaltning, mens om lag 22 prosent av fondets portefølje forvaltes av eksterne. Enhetskostnadene i intern forvaltning var på om lag 0,05 prosentpoeng, mot 0,29 prosentpoeng for eksternforvaltningen.

7. Regnskapsrapportering

Tabell 10 viser fordelingen på ulike instrumenter slik den fremtrer i Norges Banks regnskap ved utløpet av de fem siste kvartalene. Poster utenfor balansen vises i en egen tabell. Tabell 11 viser bokført avkastning, som i andre kvartal var på 38 694 millioner kroner før forvaltningsgodtgjøringen til Norges Bank trekkes fra.

Tabell 10: Petroleumsfondets internasjonale portefølje pr 30. juni 2005 fordelt på instrumenter (i tusen kroner)

	30.06.2004	30.09.2004	31.12.2004	31.03.2005	30.06.2005
Kortsiktige fordringer inkl. innskudd i utenlandske banker	-3 119 231	-9 314 439	9 154 482	16 610 470	4 603 337
Pengemarkedsplasseringer i utenlandske finansinstitusjoner mot sikkerhet i verdipapirer	461 264 065	432 512 541	380 117 331	428 782 315	279 340 857
Innlån fra utenlandske finansinstitusjoner mot sikkerhet i verdipapirer	-410 186 755	-429 229 543	-406 193 548	-414 346 235	-404 917 926
Utenlandske rentebærende verdipapirer	510 284 611	613 805 297	631 256 143	637 099 993	843 365 252
Utenlandske aksjer	385 180 752	384 626 561	407 673 369	427 485 816	468 491 790
Reguleringer av terminkontrakter og derivater	-959 721	-4 171 094	-5 548 358	-5 441 346	-6 901 991
Total portefølje før forvaltningsgodtgjørelse	942 463 721	988 229 323	1 016 459 420	1 090 191 013	1 183 981 319
Skyldig forvaltningsgodtgjøring	-448 123	-667 366	-984 136	-278 362	-537 844
Rådgivningstjenester	0	0	-4 169	0	0
Total portefølje	942 015 598	987 561 957	1 015 471 115	1 089 912 651	1 183 443 475

Det er en liten forskjell i markedsverdi mellom avkastnings- og regnskapsrapportering pr. 30.06.2005. Dette skyldes i hovedsak regnskapsmessige avsetninger og forskjellig verddivurderingsmetode for pengemarkedsplasseringer.

Inntekter og kostnader i valuta er i tabell 11 omregnet til norske kroner etter kursen på transaksjonstidspunktet og periodisert i henhold til regnskapsprinsippet.

Poster utenfor balansen (1 000 kroner)	30.06.2004	30.09.2004	31.12.2004	31.03.2005	30.06.2005
Valutaterminer solgt	-33 074 909	-30 594 274	-16 837 972	-17 470 264	-35 667 277
Futures solgt	-125 873 033	-50 442 511	-118 994 375	-49 590 848	-45 442 363
Aksjebytteavtaler solgt	-2 646 383	-3 897 226	-8 115 796	-5 836 592	-24 623 338
Rentebytteavtaler solgt	-363 569 782	-401 111 395	-390 663 205	-523 281 509	-367 707 657
Forpliktelser solgt	-525 164 107	-486 045 406	-534 611 348	-596 179 213	-473 440 635
Valutaterminer kjøpt	33 074 909	30 594 274	16 837 972	17 470 264	35 667 277
Futures kjøpt	113 943 091	81 482 879	114 744 349	39 891 287	56 353 691
Aksjebytteavtaler kjøpt	2 078 643	5 667 609	9 489 246	2 921 660	23 823 850
Rentebytteavtaler kjøpt	362 614 141	396 889 890	385 089 073	517 985 864	360 701 334
Forpliktelser kjøpt	511 710 784	514 634 651	526 160 641	578 269 075	476 546 153
Opsjoner på futures solgt	-35 643 955	-16 000 652	-2 231 822	-2 725 582	-4 441 572
Opsjoner på rentebytteavtaler solgt	0	-2 348	0	0	0
Rettigheter solgt	-35 643 955	-16 003 001	-2 231 822	-2 725 582	-4 441 572
Opsjoner på futures kjøpt	36 878 601	20 087 665	3 992 457	15 684 846	20 903 887
Rettigheter kjøpt	36 878 601	20 087 665	3 992 457	15 684 846	20 903 887

Tabell 11: Bokført avkastning av Petroleumsfondets internasjonale portefølje pr 30. juni 2005 (i tusen kroner)

Petroleumsfondets avkastning	30.06.2004	30.09.2004	31.12.2004	31.03.2005	30.06.2005
Renteelementer	13 385 513	19 931 210	26 046 307	6 746 125	12 243 012
Dividende	5 150 084	6 900 116	8 246 151	2 154 460	6 348 413
Valutakursregulering*	21 386 950	1 897 354	-46 791 318	16 057 298	12 831 176
Urealisert verdipapirtap/gevinst	-3 567 631	1 280 993	28 575 975	-10 332 170	12 597 879
Realisert verdipapirtap/gevinst	10 549 393	13 812 821	21 581 006	12 785 955	23 546 287
Kurtasje	7 093	-22 869	-49 031	-8 616	-17 534
Gevinst/tap futures	-37 857	-155 296	251 854	49 483	92 475
Gevinst opsjoner	11 674	19 949	21 021	-3 429	-22 551
Gevinst/tap aksjebytteavtaler	37 004	165 544	393 109	14 040	264 995
Gevinst/tap rentebytteavtaler	-705 034	-3 927 908	-5 337 664	500 471	-1 226 754
Bokført avkastning på plasseringer	46 217 190	39 901 915	32 937 408	27 963 618	66 657 398
Påløpt forvaltningsgodtgjøring	-448 123	-667 366	-984 136	-278 362	-537 844
Rådgivningstjenester	0	0	-4 169	0	0
Netto avkastning	45 769 067	39 234 549	31 949 103	27 685 255	66 119 554

*Den regnskapsmessige valutakursreguleringen i tabellen ovenfor er beregnet med utgangspunkt i Petroleumsfondets faktiske sammensetning. Inntekter og kostnader er omregnet etter kursen på transaksjonstidspunktet, og eiendeler og gjeld er omregnet til gjeldende markedskurs ved slutten av måneden. Denne størrelsen vil være forskjellig fra den beregnede valutakurseffekten i avkastningsmålingen. Valutakurseffekten i avkastningsmålingen er beregnet med utgangspunkt i referanseporteføljens valutasammensetning ved inngangen til hver måned og tilhørende valutakursendringer.

VEDLEGG:

1. Mandat og referanseportefølje

Finansdepartementet har delegert den operative forvaltningen av Statens petroleumsfond til Norges Bank. Mandatet for forvaltningen er presisert i forskrift og skriftlige retningslinjer fra departementet. Det er dessuten inngått en forvaltningsavtale som ytterligere regulerer forholdet mellom Finansdepartementet som oppdragsgiver og Norges Bank som operativ forvalter.

Norges Bank skal etter forskriften søke å oppnå høyest mulig avkastning gitt de begrensninger som følger av forskriften. Bankens strategi for å oppnå meravkastning er presentert i tidligere årsberetninger. Finansdepartementet holdes orientert om forvaltningen gjennom kvartals- og årsrapporter, som også offentliggjøres.

Finansdepartementet har angitt spesifiserte land og valutaer som inngår i fondets referanseportefølje. Referanseporteføljen består av konkrete aksjer og rentebærende verdipapirer og gjenspeiler oppdragsgiverens investeringsstrategi for Petroleumsfondet. Den er et viktig utgangspunkt for å styre risikoen i den operative forvaltningen og for å vurdere resultatene av Norges Banks forvaltning.

Den strategiske referanseporteføljen for Petroleumsfondet er satt sammen av FTSEs aksjeindekser for store og mellomstore selskaper i 27 land og av Lehman Global Aggregates renteindekser i valutaene til 21 land. Aksjer utgjør 40 prosent av den strategiske referanseporteføljen for Petroleumsfondet, mens rentebærende instrumenter utgjør 60 prosent. Innenfor aksjedelen av referansen utgjør aksjer notert på børser i Europa 50 prosent og Amerika/Asia/Oseania/Afrika 50 prosent. Innenfor rentedelen er andelene 55 prosent i Europa, 35 prosent i Amerika og 10 prosent i Asia/Oseania.

Aktivaklasse- og regionvektene endres fortløpende som følge av endringer i markedsprisene på de papirer som inngår i referanseporteføljen. De månedlige tilførselene til Petroleumsfondet skal brukes til å bringe aktivaklasse- og regionvektene så langt tilbake mot de opprinnelige vektene som mulig, men ikke slik at det blir nødvendig å selge noe fra den eksisterende porteføljen. Dermed kan det også etter tilførsel av nye midler bli noe forskjell mellom den strategiske referanseporteføljen beskrevet ovenfor og den faktiske referanseporteføljen. Den siste er det løpende grunnlaget for risikostyringen og resultatmålingen i Petroleumsfondet.

Dersom den faktiske referanseporteføljen over tid ligger for langt fra den strategiske referanseporteføljen, utløses full rebalansering. Det ble ikke gjennomført slik rebalansering i 2004.

Vektene i den faktiske referanseporteføljen den 30. juni 2005 er vist i tabellen nedenfor. Vektene i rentereferansen gjelder den valuta verdipapirene lyder på. Det er derfor ikke oppgitt andeler for hvert land innenfor euroområdet.

Referanseportefølje pr 30. juni 2005 for Petroleumsfondets ordinære portefølje (i prosent)

Land for aksjereferansen Valuta for rentereferansen	Aksjer		Renteinstrumenter	
	Strategisk referanseportefølje	Faktisk referanseportefølje	Strategisk referanseportefølje	Faktisk referanseportefølje
Vekt aktivaklasser	40,0	39,9	60,0	60,1
Belgia		0,8		
Finland		0,9		
Frankrike		7,1		
Hellas		0,4		
Irland		0,5		
Italia		3,1		
Nederland		3,5		
Portugal		0,2		
Spania		3,0		
Tyskland		5,1		
Østerrike		0,3		
<i>Euro-området (EUR)</i>		<i>24,8</i>		<i>44,9</i>
Storbritannia (GBP)		17,1		7,9
Danmark (DKK)		0,6		0,8
Sveits (CHF)		4,7		0,5
Sverige (SEK)		1,7		0,9
Sum Europa	50,0	49,0	55,0	55,0
USA (USD)		37,2		33,3
Brasil		0,5		
Canada (CAD)		2,0		1,8
Mexico		0,4		
Sør-Afrika		0,5		
Sum Amerika / Midt-Østen / Afrika			35,0	35,1
Australia (AUD)		1,6		0,4
Hong Kong		0,9		
Japan (JPY)		6,0		9,0
New Zealand (NZD)		0,1		0,2
Singapore (SGD)		0,3		0,3
Sør-Korea		0,8		
Taiwan		0,9		
Sum Asia / Oseania			10,0	9,9
Sum Amerika / Midt-Østen / Afrika / Asia / Oseania	50,0	51,0		

Finansdepartementet har vedtatt etiske retningslinjer for Petroleumsfondets investeringer. Petroleumsfondets etiske grunnlag skal fremmes gjennom tre virkemidler:

- *Eierskapsutøvelse* for å fremme langsiktig finansiell avkastning basert på FN's Global Compact og OECDs retningslinjer for eierskapsutøvelse og for multinasjonale selskaper
- *Negativ filtrering* fra investeringsuniverset av selskaper som selv eller gjennom enheter de kontrollerer produserer våpen som ved normal anvendelse bryter med grunnleggende humanitære prinsipper
- *Uttrekk av selskaper* fra investeringsuniverset der det anses å være en uakseptabel risiko for å medvirke til:

- Grove eller systematiske krenkelser av menneskerettighetene som for eksempel drap, tortur, frihetsberøvelse, tvangsarbeid, de verste former for barnearbeid og annen utbytting av barn
- Alvorlige krenkelser av individers rettigheter i krig eller konfliktsituasjoner
- Alvorlig miljøskade
- Grov korrupsjon
- Andre særlig grove brudd på grunnleggende etiske normer

Norges Bank har ansvaret for eierskapsutøvelse i samsvar med departementets retningslinjer. Hovedstyret har vedtatt prinsipper for Norges Banks eierskapsutøvelse. Regjeringen har oppnevnt et etiske råd som skal gi tilråding til Finansdepartementet om negativ filtrering og uttrekk av selskaper. Departementet fatter endelig vedtak om utelukkelse av selskaper og gir instruks om dette til Norges Bank.

2. Beregning av transaksjonskostnader ved innfasing av nye midler

Norges Bank estimerer transaksjonskostnader ved innfasing av nye midler til Petroleumsfondet. I tråd med vanlig markedspraksis er det fra og med 2005 valgt en modell der direkte og indirekte transaksjonskostnader beregnes hver for seg. Indirekte transaksjonskostnader består av tre hovedkomponenter; likviditetskostnader, markedspåvirkninger og alternativkostnader. Norges Banks modell beregner likviditetskostnader ved full "bid-ask spread" for renter og en halv "bid-ask spread" for aksjer. Det tas ikke hensyn til markedspåvirkninger i renteporteføljen, mens markedspåvirkninger i aksjeporteføljen estimeres ved StockFactsPro®. Markedspåvirkning i rentemarkedet er en funksjon av sektor, markedsforhold, transaksjonsstørrelse, størrelse på utstedt lån og likviditeten til utsteder. I de fleste tilfeller er bidragene fra disse variablene neglisjerbare.