

Forvaltning av Statens petroleumsfond

Rapport for første kvartal 2005

Sammendrag

I første kvartal 2005 var periodeavkastningen av Statens petroleumsfond 1,03 prosent målt i den valutakurven som svarer til sammensetningen av Petroleumsfondets referanseportefølje.

Avkastningen på aksjeporteføljen var i første kvartal 2,01 prosent. Det var oppgang i aksjemarkedene i Japan og Europa, mens kursene falt noe i USA kvartalet sett under ett. Renteporteføljen hadde en avkastning på 0,37 prosent målt i valutakurven. Kursene steg i de europeiske og asiatiske obligasjonsmarkedene, mens det var kursnedgang i USA.

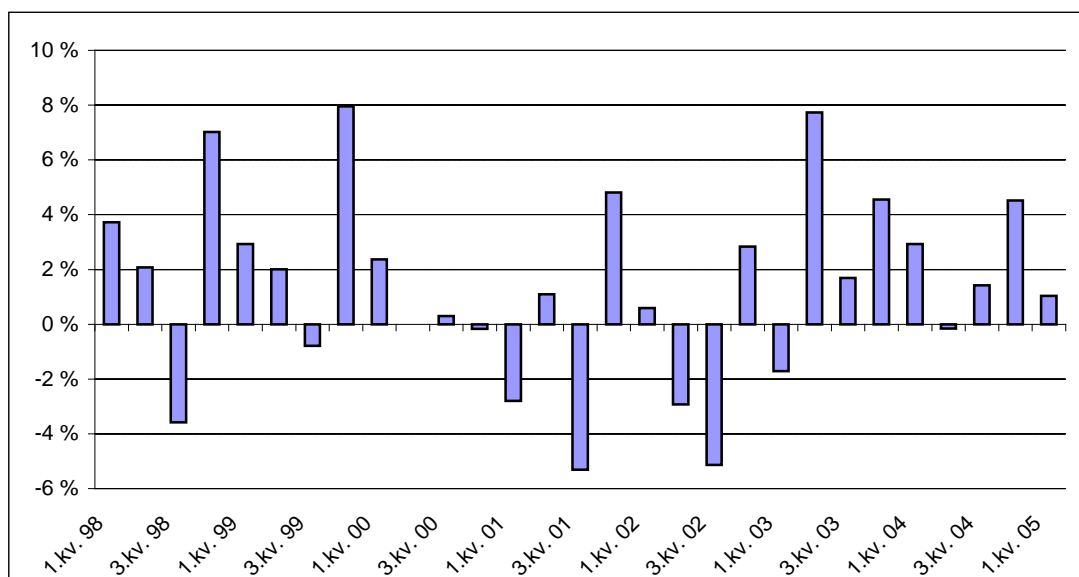
I første kvartal 2005 var avkastningen på Petroleumsfondets portefølje 0,13 prosentpoeng høyere enn avkastningen på den referanseporteføljen som Finansdepartementet har definert.

Markedsverdien på fondets samlede verdipapirportefølje var 1 090,1 milliarder kroner ved utgangen av første kvartal, noe som er en økning på 73,7 milliarder siden årsskiftet. Økningen i markedsverdi skyldes positiv avkastning målt i internasjonal valuta med 10,8 milliarder, og tilførsel av nye midler med 45,8 milliarder kroner. Svekkelsen av kronekursen i forhold til investeringsvalutaene bidro med 17,2 milliarder til verdiøkningen. Endring i kronekursen har imidlertid ingen betydning for fondets internasjonale kjøpekraft.

1. Hovedtall

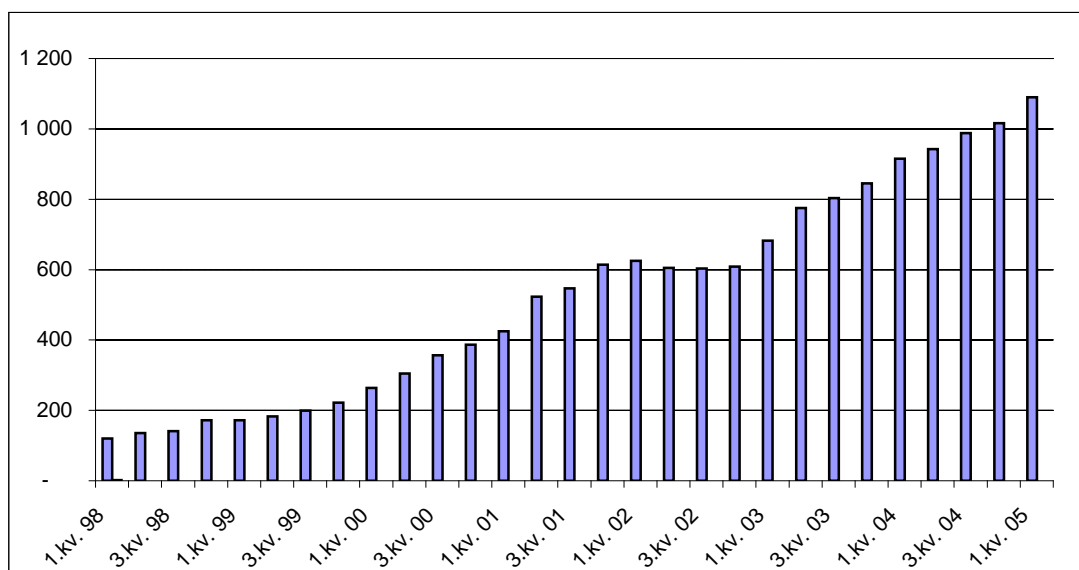
Avkastningen i første kvartal 2005 var 1,03 prosent, målt i den valutakurven som svarer til sammensetningen av fondets referanseportefølje. Figur 1 viser avkastningen hvert kvartal siden fondet for første gang ble investert i aksjer i 1998. Den gjennomsnittlige kvartalsavkastningen i perioden har vært 1,35 prosent.

Figur 1: Kvartalsvis avkastning av Petroleumsfondet målt i fondets valutakurv



Petroleumsfondet har siden 1. januar 1998 vokst med 977 milliarder kroner (figur 2). I løpet av perioden er det tilført 871 milliarder kroner til fondet. Avkastningen målt i internasjonal valuta har bidratt med 190 milliarder, mens en sterkere krone i forhold til investeringsvalutaene har bidratt til å redusere fondets verdi med 84 milliarder kroner i perioden. Endring i kronkursen har imidlertid ingen betydning for fondets internasjonale kjøpekraft.

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



Fondets årlige netto realavkastning (etter fradrag for forvaltningskostnader og prisstigning) har siden 1. januar 1997 vært på 4,00 prosent. Tabell 1 viser avkastningen fram til utgangen av første 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.

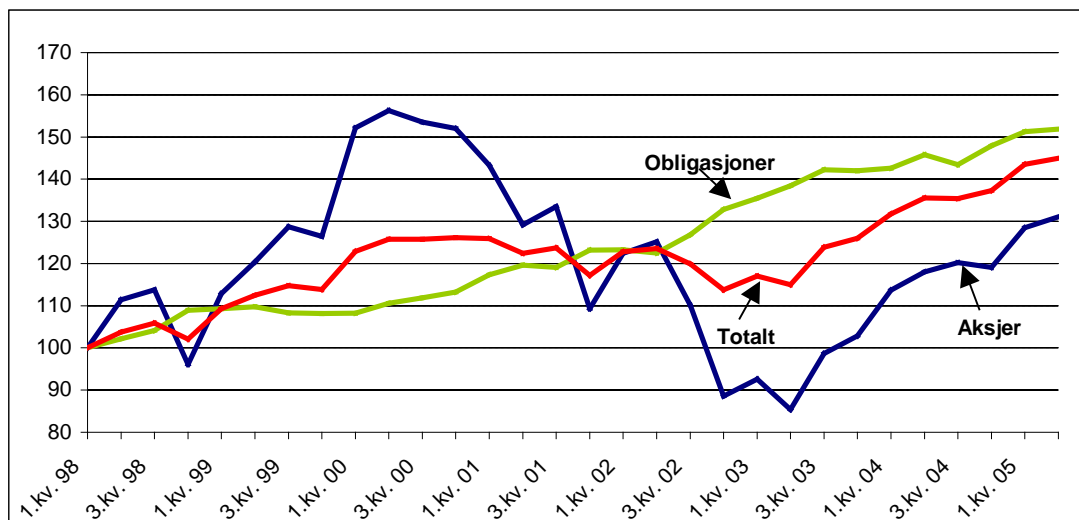
Avkastningen som Norges Bank oppnår på faktisk portefølje blir målt i forhold til avkastningen på referanseporteføljen som Finansdepartementet har fastsatt. Forskjellen mellom avkastningstallene gir den brutto meravkastning som Norges Bank har bidratt med. Høyre kolonne i tabellen viser at brutto meravkastning i gjennomsnitt har vært på 0,42 prosentpoeng pr. år regnet fra 1. januar 1997. Dette er det annualiserte aritmetiske avviket mellom avkastningen som Norges Bank faktisk har oppnådd og den annualiserte avkastningen på referanseporteføljen.

Tabell 1: Årlige avkastningsrater for Petroleumsfondet fram til utgangen av første kvartal 2005, målt i fondets valutakurv (Prosent pr. år)

	Brutto årlig avkastning	Årlig prisvekst	Årlige forv. kostnader	Årlig netto realavkastning	Årlig brutto meravkastning
Fra 01.01.97	5,71	1,57	0,08	4,00	0,42
Fra 01.01.98	5,26	1,54	0,08	3,58	0,44
Fra 01.01.99	4,63	1,64	0,08	2,86	0,48
Fra 01.01.00	3,21	1,71	0,08	1,39	0,35
Fra 01.01.01	3,37	1,64	0,08	1,62	0,38
Fra 01.01.02	5,24	1,79	0,09	3,30	0,46
Fra 01.01.03	10,00	1,73	0,10	8,03	0,54
Fra 01.01.04	7,97	1,86	0,11	5,89	0,55

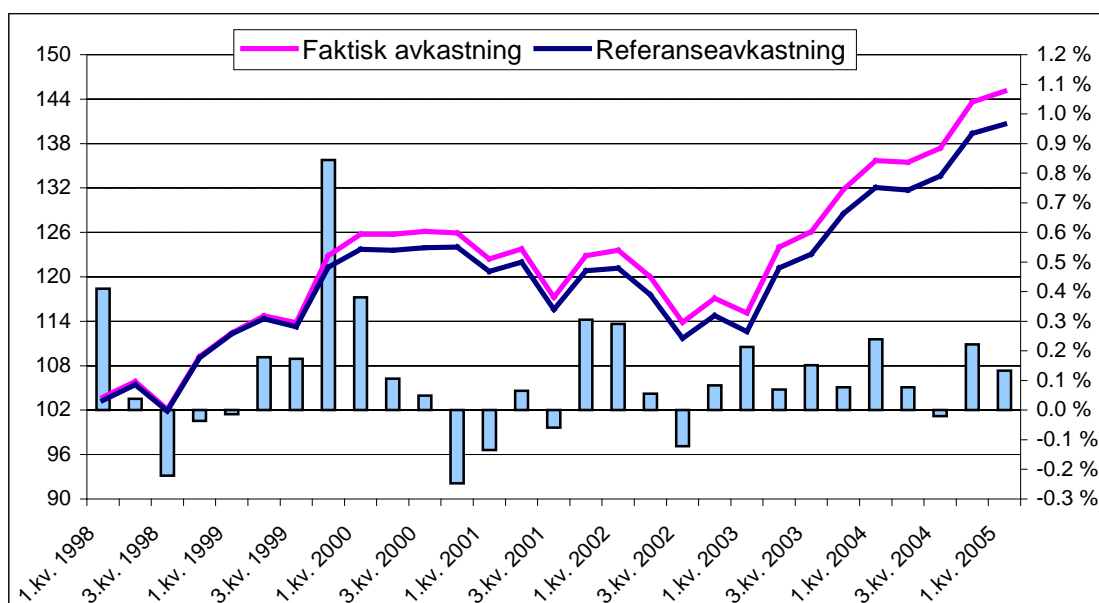
Figur 3 viser akkumulert avkastning fra 1. januar 1998 for rente- og aksjeporteføljene hver for seg. I løpet av denne perioden har aksjeinvesteringene nominelt gitt en akkumulert positiv avkastning på 31,05 prosent, mens renteinvesteringene har gitt en avkastning på 51,84 prosent.

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



Den akkumulerte avkastningen av Petroleumsfondet fra 1. januar 1998 til utgangen av første kvartal 2005 har vært 45,1 prosent. I det samme tidsrommet har avkastningen på referanseporteføljen vært 40,6 prosent. Forskjellen mellom den faktiske avkastningen og avkastningen på referanseporteføljen er den meravkastningen som Norges Bank har oppnådd. Siden 1998 har akkumulert brutto meravkastning målt i valutakurven vært på til sammen 4,5 prosentpoeng, som i beløp tilsvarende 15,6 milliarder kroner.

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

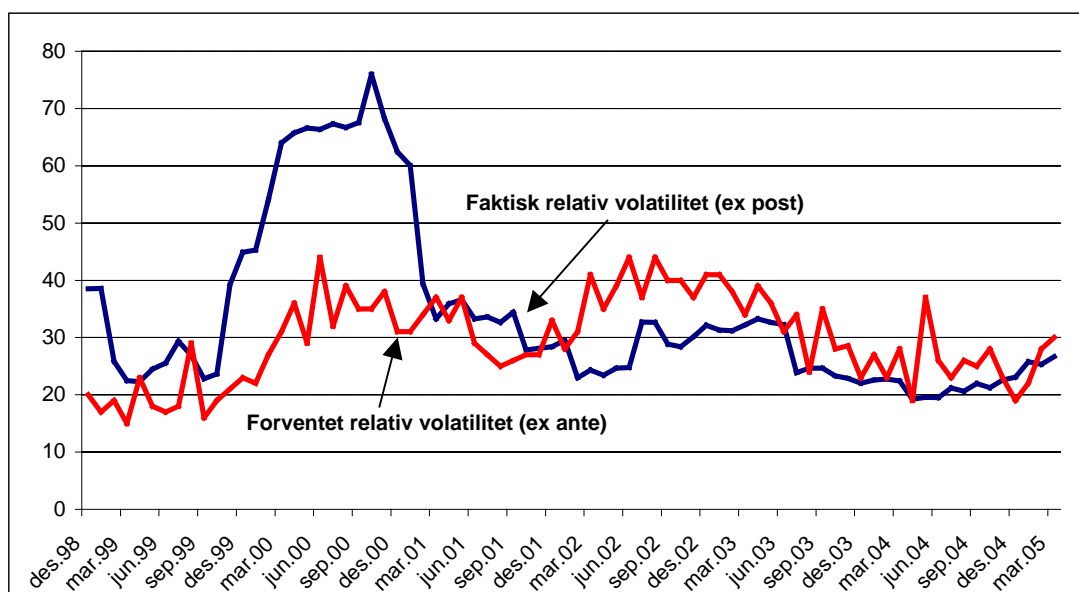


I styringen av forvaltningen har Finansdepartementet satt en begrensning på hvor forskjellig sammensetningen av fondet kan være fra referanseporteføljen. Dette er gjort ved å sette en grense for forventet avvik i avkastningen mellom den faktiske porteføljen og referanseporteføljen. Denne grensen for relativ markedsrisiko i forvaltningen er definert som 1,5 prosent relativ volatilitet (forklart i kapittel 5 nedenfor). Den røde linjen i figur 5 viser utviklingen i forventet relativ volatilitet fra og med desember 1998.

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.

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



Informasjonsraten er et vanlig mål for hvor dyktige operative forvaltere er. Informasjonsraten 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 første kvartal 2005 har informasjonsraten for fondet vært på 1,16 målt som årsrate. Tabell 2 gir en historisk oversikt over informasjonsraten for fondet samlet og for hver aktivaklasse.

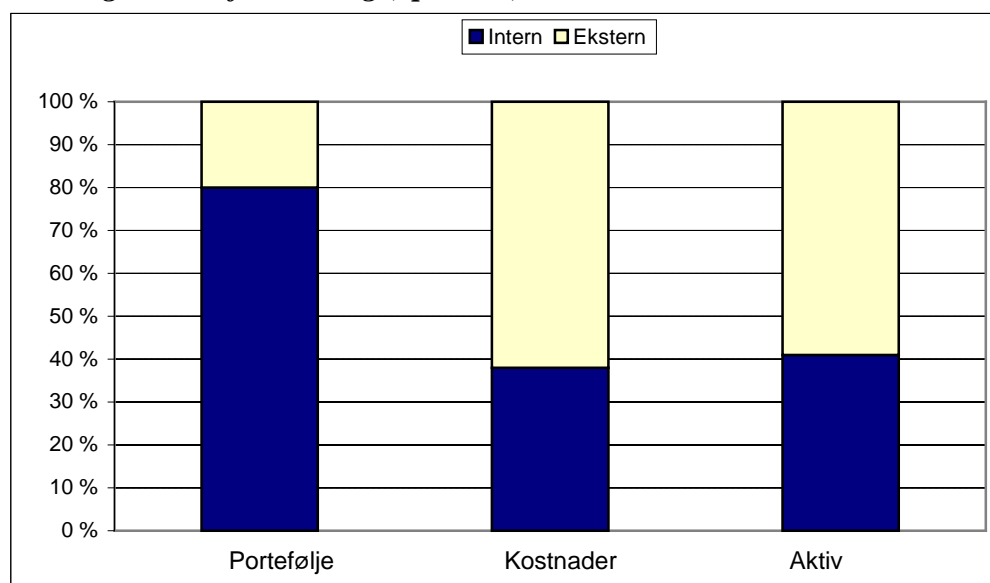
Tabell 2: Informasjonsrater

Periode	Petroleumsfondet	Aksjer	Renter
Siste 12 måneder	1,57	0,62	4,32
Siden 2002	1,75	0,87	3,62
Siden 1999	1,28	1,03	1,96

Ved utgangen av første kvartal ble 20 prosent av Petroleumsfondet forvaltet av eksterne forvaltere. Samtidig utgjorde kostnadene ved eksterne forvaltning 62 prosent av de samlede forvaltningskostnadene. Den eksterne forvaltningen stod for anslagsvis 59 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 indeksforvaltning, 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. Kapasiteten til aktiv forvaltning internt er imidlertid begrenset, og eksterne forvaltere brukes til å oppnå tilstrekkelig bredde og omfang i risikotakingen.

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



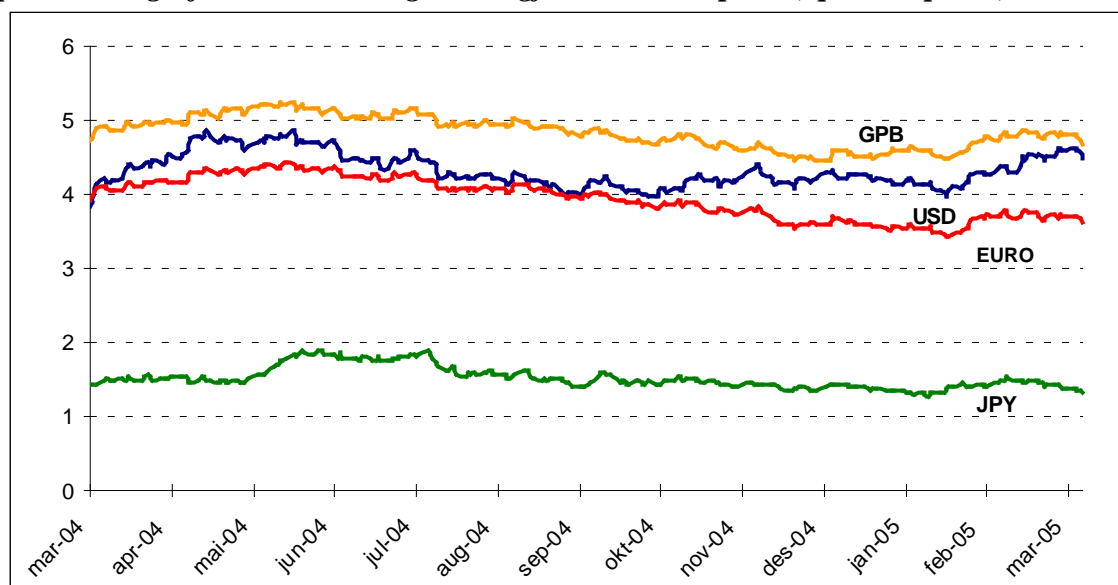
* Det finnes ingen absolutt korrekt måte å beregne fordelingen av aktiv risiko på. Fordelingen i figuren bygger på en summering av risikoen (VaR) i interne og eksterne mandater, uten hensyn til korrelasjon mellom de ulike mandatene.

2. Markedsutviklingen

Rentemarkedene

Obligasjonsrentene i hovedmarkedene hadde en blandet utvikling i løpet av første kvartal. Renten på statsobligasjoner med ti års løpetid steg med vel 0,25 prosentpoeng i USA og med vel 0,10 prosentpoeng i Storbritannia. I Japan falt obligasjonsrentene med vel 0,10 prosentpoeng, mens det var kun en marginal rentenedgang i euroområdet i løpet av kvartalet (figur 7).

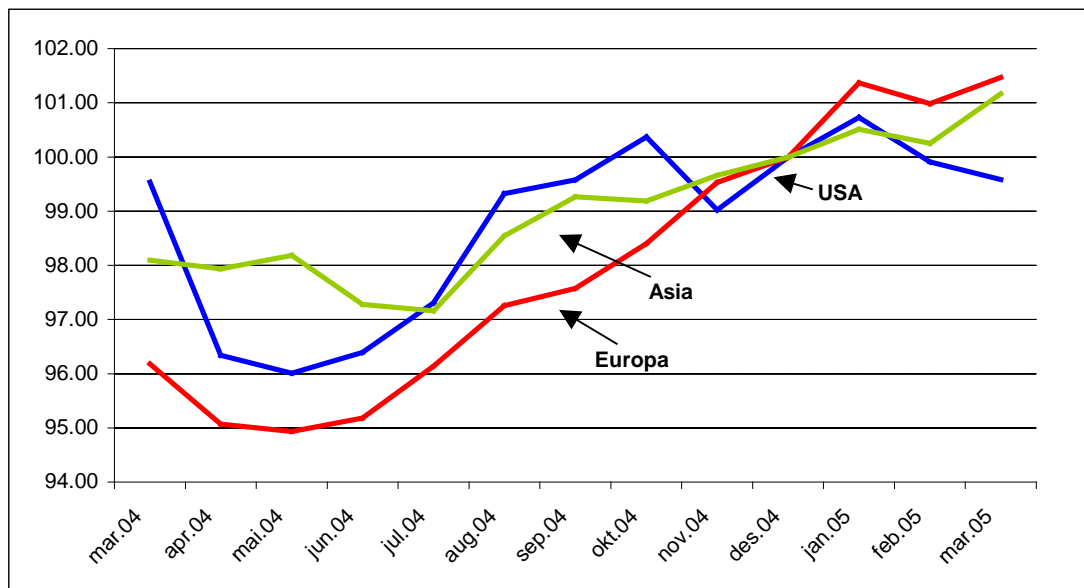
Figur 7: Utviklingen i de viktigste obligasjonsmarkedene siste 12 måneder. Rentene på statsobligasjoner med om lag 10 års gjenværende løpetid (i prosent pr. år)



Renteoppgangen i USA har vært drevet av markedets forventninger om høyere signalrenter fra sentralbankens side. Etter en periode med relativt svake arbeidsmarkedstall, viste nøkkeltallene for februar en sterkere utvikling. Kjerneinflasjonen, dvs. konsumpriser eksklusive energi og matvarer har vist en økning hver måned siden inngangen til 2004. Den amerikanske sentralbanken satte opp styringsrenten med 0,25 prosentpoeng to ganger i løpet av kvartalet til et nivå på 2,75 prosent.

Det har ikke vært en tilsvarende renteoppgang i Japan og Europa i løpet av kvartalet. Dette har sammenheng med en lavere inflasjonstakt, og at den økonomiske aktiviteten særlig i Europa er lavere enn i USA. Arbeidsløsheten i mange europeiske land har økt fra begynnelsen av året som en følge av en sterk valuta og et sterkt fokus på kostnadsreduksjoner spesielt i tysk industri. Europa har hatt en sterk importvekst fra Kina, noe som har økt konkurransen særlig for produsenter av konsumvarer som tekstiler og husholdningsartikler. En sterkere valuta har dempet prisimpulsene fra høyere olje og metallpriser, samtidig som sentralbankene i både Europa og Japan har holdt signalrentene stabile. Dette har dempet presset på lange renter i disse to områdene sammenlignet med i USA.

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



Figuren ovenfor viser utviklingen i Lehman Global Aggregates statspapirindekser i hovedmarkedene de siste 12 måneder. I Europa var avkastningen i første kvartal 2005 på 1,5 prosent, i Asia på 1,2 prosent og i USA på -0,4 prosent.

Renteforskjellen mellom kreditt- og statspapirer (kredittspredan) i USA har falt i takt med den generelle økonomiske oppgangen og lavere gjeldsbelastning i amerikanske bedrifter. Renteforskjellen ligger på et historisk lavt nivå understøttet av få konkurser i næringslivet og blant husholdningene. I mars ble den nedadgående trenden brutt etter at General Motors (GM) meldte om lavere overskudd (figur 9). Dette skapte usikkerhet i markedet om hvorvidt GM ville bli ytterligere nedgradert, noe som i sin tur kunne føre til en generell økning i renteforskjellene. Den svake utviklingen i det amerikanske aksjemarkedet i mars bidro også til økningen i kredittspredan.

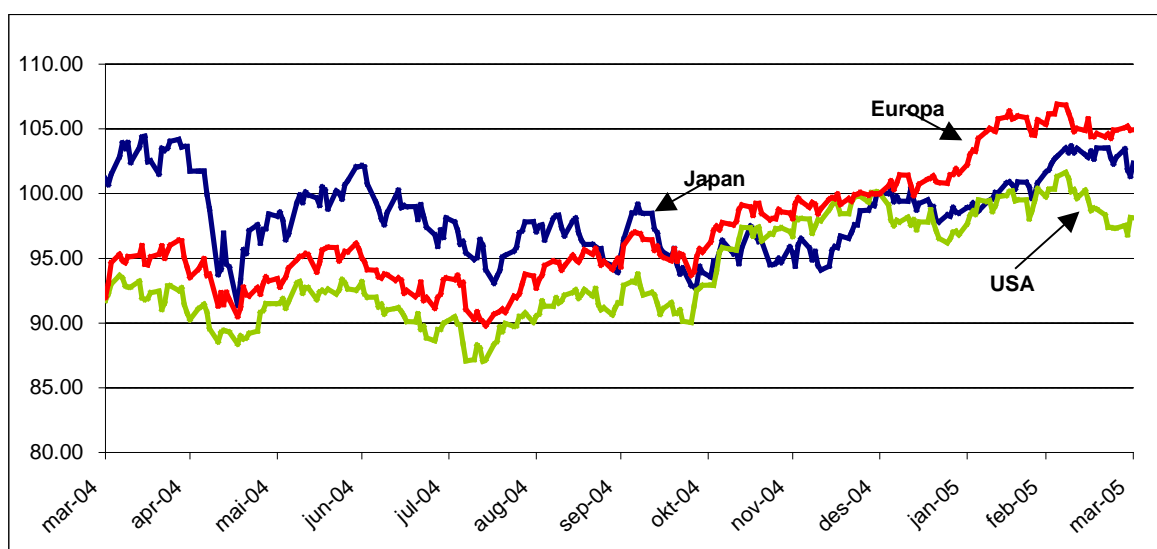
Figur 9: Differansen mellom renten på kreditt¹- og statspapirer i USA



Aksjemarkedene

Aksjekursene steg i Japan og i Europa, mens de falt i USA kvartalet sett under ett. Målt ved FTSE indeksen var oppgangen i de europeiske aksjemarkedene på 4,9 prosent, i Japan 2,4 prosent, mens det var en nedgang på 1,9 prosent i USA.

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



¹ Selskapspapirer med kredittrating AAA fra Standard&Poors

Verdensøkonomien har hatt en sterk utvikling også i første kvartal i 2005. Dette har bidratt til en fortsatt økning i råvareprisene, og spesielt råolje og petroleumsprodukter hadde en sterk prisoppgang i første kvartal. Aksjer innenfor disse sektorene har hatt den sterkeste kursutviklingen hittil i år.

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. I USA var det svak utvikling innen IT-sektorene, og bil og flyproduksjon. En sterkere dollar mot slutten av kvartalet bidro også til å bremse oppgangen i USA.

I Japan var det særlig sterk utvikling innen råvaresektorene og generell industri. Den omfattende utbyggingen av infrastruktur og fabrikker i Kina og i Asia forøvrig bidrar sterkt til at etterspørselen etter metaller og olje holder seg høy. Stor byggeaktivitet i USA og deler av Europa bidrar også til vekst i disse sektorene.

Tabell 3 viser kursutviklingen i hovedsektorene og i de ti største undersektorene på FTSE sin verdensindeks i første kvartal 2005. Råvaresektoren har hatt den desidert sterkeste kursutviklingen. Undersektorer knyttet til oljeutvinning og foredling av oljeprodukter har bidratt sterkest til kursoppgangen.

Tabell 3: Avkastningen på hovedsektorene og de ti største undersektorene på FTSE verdensindeks i første kvartal 2005, målt i prosent mot amerikanske dollar, mot norske kroner og mot Petroleumsfondets valutakurv

	USD	NOK	Valutakurv
Råvarer	12,49	17,28	15,31
- av dette olje og gass	13,35	18,17	16,18
Prosessindustri	1,63	5,95	4,17
Generell industri	-0,07	4,18	2,43
Konjunkturfølsomme varer	-4,43	-0,36	-2,04
Ikke-konjunkturfølsomme varer	0,15	4,42	2,66
- av dette farmasi og bioteknologi	-2,21	1,95	0,23
Konjunkturfølsomme tjenester	-2,41	1,74	0,03
- av dette detaljhandel	-3,93	0,16	-1,52
- av dette media og foto	-2,18	1,98	0,27
Ikke-konjunkturfølsomme tjenester	-3,91	0,18	-1,50
- av dette telekommunikasjon	-5,49	-1,47	-3,13
Energi og vannforsyning	2,01	6,35	4,56
Finansielle tjenester	-3,33	0,78	-0,91
- av dette banker	-2,87	1,26	-0,44
- av dette forsikringsselskaper	-2,91	1,22	-0,48
- av dette finansinstitusjoner	-6,13	-2,14	-3,78
Informasjonsteknologi	-6,19	-2,20	-3,84
- av dette IT maskinvare	-4,93	-0,88	-2,55
- av dette programvare og tjenester	-8,32	-4,42	-6,03

3. Gjennomføring av forvaltningen

Markedsverdien av Petroleumsfondets internasjonale portefølje var 1 090,1 milliarder kroner ved utgangen av kvartalet. I løpet av første kvartal økte fondets markedsverdi med 73,7 milliarder kroner. Tabell 4 viser markedsverdien ved de siste kvartalskifter, og endringen i markedsverdi fordelt på tilførsel, avkastning og virkningen av endring i kronens internasjonale verdi i første kvartal 2005. Ved utgangen av mars ble det overført 984 millioner kroner fra Petroleumsfondet til Norges Bank som godtgjøring for forvaltningen i 2004.

For en beskrivelse av mandatet for forvaltningen og sammensetningen av referanseporteføljen vises til vedlegg 1.

Tabell 4: Markedsverdien av Petroleumsfondets delporteføljer de siste kvartalskifter, og endringen i markedsverdi i første kvartal 2005 (tall i 1000)

	Aksjeporteføljen	Renteporteføljen	Petroleumsfondet totalt
31. mars 2004	385 096	530 251	915 347
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
Tilførsel	3 537	42 229	45 766
Avkastning	8 495	2 259	10 755
Endring i kroneverdi	7 137	10 081	17 218
31. mars 2005	435 467	654 674	1 090 141

Forvaltningen av renteporteføljen

Markedsverdien av renteporteføljen økte med 54,6 milliarder i første kvartal til 654,7 milliarder kroner.

Ved utgangen av kvartalet forvaltes om lag 90 prosent av renteporteføljen internt i Norges Bank. Forvaltningen er inndelt i utvidet indeksering og aktiv forvaltning. Både eksterne og interne mandater er etablert for å ivareta dette.

Indekseringen av renteporteføljen utføres i tre delporteføljer, for henholdsvis statsgaranterte obligasjoner, selskapsobligasjoner og pantesikrede obligasjoner. Det meste av porteføljen; de to første delporteføljene samt pantesikrede lån i Europa, indekseres internt. Pantesikrede lån i Amerika indekseres av eksterne forvaltere.

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

I første kvartal 2005 er det overført midler til en ny ekstern renteforvalter. Advantus Capital Management Inc. har fått tildelt et mandat for spesialisert forvaltning i USA.

Forvaltningen av aksjeporteføljen

Markedsverdien av aksjeporteføljen var ved utgangen av første kvartal 435,5 milliarder kroner, noe som var en økning på 19,2 milliarder kroner i løpet av kvartalet.

Ved utgangen av første kvartal forvaltes om lag 64 prosent av aksjeporteføljen internt i Norges Bank. 22 prosent forvaltes aktivt innen sektorene finans, telekommunikasjon, energi, media og handelsnæring, mens den øvrige interne forvaltningen er utvidet indeksforvaltning.

I første kvartal 2005 er det overført midler til tre nye oppdrag hos eksterne aksjeforvaltere: Fidelity Pensions Management og Sparx Asset Management Co Ltd har fått tildelt sektormandater for Japan. Barrow, Hanley, Mewhinney & Strauss, Inc. har fått tildelt et regionalt mandat for USA.

4. Avkastningen av fondet

Petroleumsfondet hadde i første kvartal en periodeavkastning på 1,03 prosent, målt i forhold til referanseporteføljens valutakurv. Avkastningen var positiv i januar og februar, mens den var negativ i mars. Målt i norske kroner var totalavkastningen i første kvartal på 2,76 prosent. Forskjellen skyldes at kronen i løpet av kvartalet i gjennomsnitt svekket seg med om lag 1,7 prosent mot valutaslagene i referanseporteføljen. Dette har imidlertid ingen betydning for fondets internasjonale kjøpekraft.

Tabell 5: Avkastningen av Petroleumsfondet (i prosent). Faktisk portefølje og referanseportefølje i første kvartal 2005

	Avkastningen målt i referanseporteføljens valutakurv		Avkastningen målt i norske kroner		
	Faktisk portefølje	Referanseportefølje	Faktisk portefølje	Referanseportefølje	Meravkastning
Januar	0,56	0,40	3,26	3,10	0,16
Februar	0,87	0,82	-0,69	-0,74	0,05
Mars	-0,39	-0,32	0,21	0,28	-0,08
Første kvartal	1,03	0,90	2,76	2,63	0,13

Petroleumsfondet hadde i første kvartal en meravkastning på 0,13 prosentpoeng i forhold til referanseporteføljen. I beløp utgjorde meravkastningen om lag 1,4 milliarder kroner. Det største bidraget til meravkastningen kom fra intern renteforvaltning, men det var også positive bidrag fra den øvrige forvaltningen.

I første kvartal 2005 ble det overført 3,5 milliarder kroner til aksjeporteføljen og 42,2 milliarder kroner til renteporteføljen. Norges Bank har estimert de direkte og indirekte transaksjonskostnadene knyttet til innfasingen til 68 millioner kroner i første kvartal 2005. Dette utgjorde 0,15 prosent av det totale overføringsbeløpet på 45,8 milliarder kroner og 0,005 prosent av markedsverdien til Petroleumsfondet ved inngangen til kvartalet. Avkastningstallene som presenteres i denne rapporten er ikke justert for

kostnader knyttet til innfasing av nye midler. Det vises til vedlegg 2 for en omtale av metodegrunnlaget for beregningene.

Målt i forhold til referanseporteføljens valutakurv hadde aksjeporteføljen en avkastning på 2,01 prosent i kvartalet, mens avkastningen for renteporteføljen var 0,37 prosent. Tabell 6 viser også avkastningstall for totalporteføljen målt mot ulike valutaer.

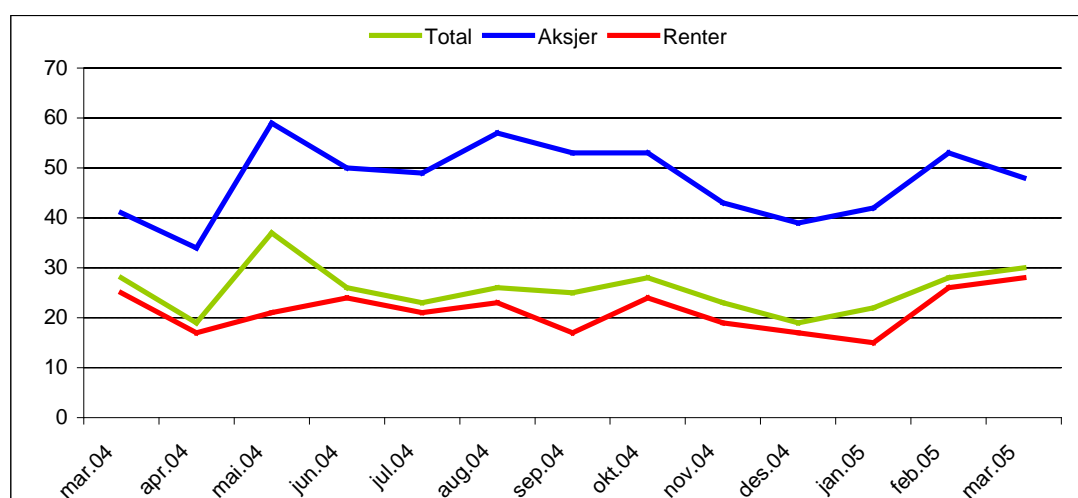
Tabell 6: Avkastningen i Petroleumsfondets delporteføljer og totale portefølje i første kvartal 2005 målt mot ulike referansevalutaer (i prosent)

	Aksjer	Renter	Total
Fondets valutakurv	2,01	0,37	1,03
Importvektet valutakurv	3,06	1,41	2,08
Amerikanske dollar	-0,49	-2,08	-1,43
Euro	4,07	2,40	3,08
Norske kroner	3,75	2,08	2,76

5. Risiko

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 første 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 11: Forventet relativ volatilitet ved hver månedslutt siste 12 måneder (i basispunkter)



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.

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. 31. mars 2005 fordelt etter kredittvurdering (i prosent av markedsverdi)

Moody's		Standard & Poor's	
Karakter	Prosent av total	Karakter	Prosent av total
Aaa	53,30	AAA	50,33
Aa	14,28	AA	19,54
A	19,45	A	13,12
Baa	7,78	BBB	8,80
Ba	0,26	BB	0,26
Lavere	0,01	Lavere	0,01
Ingen vurdering*	4,92	Ingen vurdering	7,94

* 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. 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. Alle rentebærende verdipapirer er kredittvurdert av minst ett av byråene. 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.

Tabell 8 gir en oversikt over de grenser for risikoeksponering som er satt i Finansdepartementets forskrift og retningslinjer for investeringene, og den tilpasning som faktisk har vært gjort.

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

Tabell 8: Forskriftens og retningslinjenes grenser for risikoeksponering

§	Risiko	Grenser	Faktisk				
			31.03.04	30.06.04	30.09.04	31.12.04	31.03.05
§ 4	Markedsrisiko	Maksimalt 1,5 prosentpoeng relativ volatilitet	0,28	0,26	0,26	0,19	0,30
§ 5	Aktivafordeling	Renteinstrumenter 50-70%	58,0	58,5	60,3	59,0	60,1
		Aksjer 30-50%	42,0	41,5	39,7	41,0	39,9
§ 6	Markedsfordeling aksjer	Europa 40-60%	47,8	47,3	50,0	49,0	49,4
		Amerika, Midt-Østen/Afrika, Asia og Oseania 40-60%	52,2	52,7	50,0	51,0	50,6
	Nye markeder	< 5% av aksjeporteføljen	3,1	2,6	2,7	3,0	3,3
	Valutafordeling renter	Europa 45-65%	54,9	54,8	55,3	56,0	54,4
Amerika og Midt-Østen/Afrika 25-45%		35,0	35,4	35,0	34,2	35,7	
Asia/Oseania 0-20%		10,1	9,7	9,7	9,8	9,9	
§ 7	Renterisiko	Modifisert durasjon 3-7	5,3	5,5	5,6	5,6	5,7
§ 11	Eierandel	Maks 3% av et selskap	2,7	2,7	2,6	2,7	2,6

6. Kostnader i forvaltningen

Tabell 9 gir en oversikt over kostnader ved forvaltningen av Petroleumsfondet i første kvartal 2005. 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.

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 (eller 10 basispunkter) av den gjennomsnittlige markedsverdien av fondet. 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.

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

	Første kvartal 2005		Første kvartal 2004 *	
	1000 kroner	Prosent	1000 kroner	Prosent
Interne kostnader i aksjeforvaltningen	41 991		26 453	
Kostnader til aksjedefot og oppgjør	12 835		14 730	
Samlede kostnader i den interne aksjeforvaltningen	54 826	0,09	41 183	0,07
Interne kostnader i renteforvaltningen	42 984		24 858	
Kostnader til rentedefot	8 854		6 332	
Samlede kostnader i den interne renteforvaltningen	51 838	0,04	31 190	0,03
Minimumshonorarer til eksterne forvaltere	79 127		69 619	
Avkastningsavhengige honorarer til eksterne forvaltere	63 678		27 236	
Andre kostnader ved ekstern forvaltning	28 894		21 045	
Samlede kostnader i den eksterne forvaltningen	171 699	0,29	117 900	0,23
Sum alle forvaltningskostnader	278 363	0,11	190 273	0,09
Sum forvaltningskostnader, eksklusive avkastningsavhengige honorarer	214 685	0,08	163 037	0,07

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

Omregnet til årsrate utgjorde kostnadene i første kvartal 2005 0,11 prosent av gjennomsnittlig markedsverdi av fondet. Sett bort fra avkastningsavhengige honorarer til eksterne forvaltere utgjorde kostnadene 0,08 prosent av markedsverdien, en oppgang fra 0,07 prosent etter første kvartal 2004. Økningen i interne kostnader skyldes at de regnskapsførte kostnadene for første kvartal 2004 var noe lavere enn hva som ble tilfellet for de tre siste kvartalene. Dette hadde sammenheng med periodisering av kostnader. Økningen i eksterne kostnader skyldes i hovedsak en økning i avkastningsavhengige forvaltningshonorarer. Forholdstallene mellom kostnader og beløp under forvaltning i første kvartal 2005 er kun marginalt høyere enn tallene for hele 2004.

Kostnadene fordeles på intern og ekstern forvaltning ved hjelp av fordelingsnøkler for de interne kostnadene og depotkostnadene. Anslagsvis 62 prosent av kostnadene gjaldt ekstern forvaltning, mens om lag 20 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 første kvartal var på 27 964 millioner kroner før forvaltningsgodtgjøringen til Norges Bank trekkes fra.

Tabell 10: Petroleumsfondets internasjonale portefølje pr 31. mars 2005 fordelt på instrumenter (i tusen kroner)

	31.03.2004	30.06.2004	30.09.2004	31.12.2004	31.03.2005
Kortsiktige fordringer inkl. innskudd i utenlandske banker	13 454 503	-3 119 231	-9 314 439	9 154 482	16 610 470
Pengemarkedsplasseringer i utenlandske finansinstitusjoner mot sikkerhet i verdipapirer	279 864 129	461 264 065	432 512 541	380 117 331	428 782 315
Innlån fra utenlandske finansinstitusjoner mot sikkerhet i verdipapirer	-311 010 300	-410 186 755	-429 229 543	-406 193 548	-414 346 235
Utenlandske rentebærende verdipapirer	554 996 405	510 284 611	613 805 297	631 256 143	637 099 993
Utenlandske aksjer	378 557 669	385 180 752	384 626 561	407 673 369	427 485 816
Reguleringer av terminkontrakter og derivater	-555 004	-959 721	-4 171 094	-5 548 358	-5 441 346
Total portefølje før forvaltningsgodtgjørelse	915 307 403	942 463 721	988 229 323	1 016 459 420	1 090 191 012
Skyldig forvaltningsgodtgjøring	-962 868	-448 123	-667 366	-984 136	-278 362
Rådgivningstjenester	0	0	0	-4 169	0
Total portefølje	914 344 535	942 015 598	987 561 957	1 015 471 115	1 089 912 650

Det er en liten forskjell i markedsverdi mellom avkastnings- og regnskapsrapportering pr. 31.03.2005. 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 handletidspunktet og periodisert i henhold til regnskapsprinsippet.

Poster utenfor balansen (1 000 kroner)	31.03.2004	30.06.2004	30.09.2004	31.12.2004	31.03.2005
Valutaterminer solgt	-26 235 470	-33 074 909	-30 594 274	-16 837 972	-17 470 264
Futures solgt	-135 240 732	-125 873 033	-50 442 511	-118 994 375	-49 590 848
Aksjebytteavtaler solgt	-543 176	-2 646 383	-3 897 226	-8 115 796	-5 836 592
Rentebytteavtaler solgt	-194 724 825	-363 569 782	-401 111 395	-390 663 205	-523 281 509
Forpliktelser solgt	-356 744 203	-525 164 107	-486 045 406	-534 611 348	-596 179 214
Valutaterminer kjøpt	26 235 470	33 074 909	30 594 274	16 837 972	17 470 264
Futures kjøpt	117 672 014	113 943 091	81 482 879	114 744 349	39 891 287
Aksjebytteavtaler kjøpt	535 574	2 078 643	5 667 609	9 489 246	2 921 660
Rentebytteavtaler kjøpt	194 169 293	362 614 141	396 889 890	385 089 073	517 985 864
Forpliktelser kjøpt	338 612 351	511 710 784	514 634 651	526 160 641	578 269 075
Opsjoner på futures solgt	-16 564 927	-35 643 955	-16 000 652	-2 231 822	-2 725 582
Opsjoner på aksjer solgt	0	0	-2 348	0	0
Rettigheter solgt	-16 564 927	-35 643 955	-16 003 001	-2 231 822	-2 725 582
Opsjoner på futures kjøpt	24 464 671	36 878 601	20 087 665	3 992 457	15 684 846
Opsjoner på aksjer kjøpt	0	0	0	0	0
Rettigheter kjøpt	24 464 671	36 878 601	20 087 665	3 992 457	15 684 846

Tabell 11: Bokført avkastning av Petroleumsfondets internasjonale portefølje pr 31. mars 2005 (i tusen kroner)

Petroleumsfondets avkastning	31.03.2004	30.06.2004	30.09.2004	31.12.2004	31.03.2005
Renteelementer	6 094 468	13 385 513	19 931 210	26 046 307	6 746 125
Dividende	2 011 522	5 150 084	6 900 116	8 246 151	2 154 460
Valutakursregulering*	21 583 389	21 386 950	1 897 354	-46 791 318	16 057 298
Urealisert verdipapirtap/gevinst	11 235 128	-3 567 631	1 280 993	28 575 975	-10 332 170
Realisert verdipapirtap/gevinst	7 442 408	10 549 393	13 812 821	21 581 006	12 785 955
Kurtasje	5 810	7 093	-22 869	-49 031	-8 616
Gevinst/tap futures	29 670	-37 857	-155 296	251 854	49 483
Gevinst opsjoner	-6 609	11 674	19 949	21 021	-3 429
Gevinst/tap aksjebytteavtaler	-16 808	37 004	165 544	393 109	14 040
Gevinst/tap rentebytteavtaler	-511 121	-705 034	-3 927 908	-5 337 664	500 471
Bokført avkastning på plasseringer	47 867 858	46 217 190	39 901 915	32 937 408	27 963 618
Påløpt forvaltningsgodtgjøring	-190 273	-448 123	-667 366	-984 136	-278 362
Rådgivningstjenester	0	0	0	-4 169	0
Netto avkastning	47 677 585	45 769 067	39 234 549	31 949 103	27 685 255

*Forskjellen mellom valutakursreguleringen i regnskapet og beregnet valutakurseffekt i avkastningsmålingen skyldes hovedsakelig en metodeforskjell for omregning av avkastningen fra lokal valuta til norske kroner. I avkastningsmålingen regnes markedsavkastningen i lokal valuta om til norske kroner med valutakursen ved inngangen av måneden. Regnskapsmessig er inntekter og kostnader omregnet etter kursen på transaksjonstidspunktet, og eiendeler og gjeld er omregnet til gjeldende markedskurs ved slutten av måneden. Denne metodeforskjellen medfører eksempelvis at beregning av valutakurseffekten i avkastningsmålingen alltid blir lavere enn regnskapets valutakursregulering ved en stigende kronekurs i forhold til investeringsvalutaene.

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.

Forskriften ble forandret i løpet av 2004. Med virkning fra 1. januar 2004 ble det foretatt en utvidelse av fondets landliste. Landlisten angir hvilke markeder og valutaer fondet *kan* investere i.

Innenfor denne landlisten har Finansdepartementet 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.

I november 2004 vedtok Finansdepartementet nye etiske retningslinjer for Petroleumsfondets investeringer. Retningslinjene bygger på omtalen i Revidert Nasjonalbudsjett 2004 (St.meld. 2, 2003-2004) og på innstillingen fra det regjeringsoppnevnte Etiklutvalget som la frem sitt forslag i juni 2003. Petroleumsfondets etiske grunnlag skal fremmes gjennom tre virkemidler:

- *Eierskapsutøvelse* for å fremme langsiktig finansiell avkastning basert på FNs 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:
 - o Grove eller systematiske krenkelser av menneskerettighetene som for eksempel drap, tortur, frihetsberøvelse, tvangsarbeid, de verste former for barnearbeid og annen utbytting av barn
 - o Alvorlige krenkelser av individers rettigheter i krig eller konfliktsituasjoner
 - o Alvorlig miljøskade
 - o Grov korrupsjon
 - o 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 tilrådning 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.

Referanseportefølje pr 31. mars 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		0,9		
Finland		0,9		
Frankrike		7,3		
Hellas		0,4		
Irland		0,5		
Italia		3,3		
Nederland		3,5		
Portugal		0,3		
Spania		3,0		
Tyskland		5,2		
Østerrike		0,2		
<i>Euro-området (EUR)</i>		25,6		45,3
Storbritannia (GBP)		17,4		7,2
Danmark (DKK)		0,6		0,8
Sveits (CHF)		4,8		0,6
Sverige (SEK)		1,8		0,9
Sum Europa	50,0	50,3	55,0	54,7
USA (USD)		36,0		33,6
Brasil		0,4		
Canada (CAD)		1,9		1,8
Mexico		0,3		
Sør-Afrika		0,5		
Sum Amerika / Midt-Østen / Afrika			35,0	35,3
Australia (AUD)		1,6		0,4
Hong Kong		0,8		
Japan (JPY)		6,2		9,1
New Zealand (NZD)		0,1		0,2
Singapore (SGD)		0,3		0,3
Sør-Korea		0,8		
Taiwan		0,8		
Sum Asia / Oseania			10,0	10,0
Sum Amerika / Midt-Østen / Afrika / Asia / Oseania	50,0	49,7		

2. Beregning av transaksjonskostnader ved innfasing av nye midler

Til og med første halvår 2004 ble tilførselene til Petroleumsfondet gjort ved overføring av verdipapirer. Transaksjonskostnadene forbundet med verdipapirkjøpene ble belastet Petrobufferporteføljen.

Fra og med tredje kvartal 2004 er nye midler blitt tilført Petroleumsfondet i form av kontanter. Dermed blir disse transaksjonskostnadene belastet fondet direkte gjennom redusert avkastning.

Når nye midler investeres i verdipapirer vil en pådra seg både direkte og indirekte transaksjonskostnader. Det er ikke etablert en standard markedspraksis for estimering av innfasingskostnader. Norges Banks modell tar utgangspunkt i eksisterende teori og empiri om transaksjonskostnader. I tillegg har det blitt gjort en studie av de metoder som benyttes av noen av dagens ledende transisjonsforvaltere.

Norges Bank har 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.

Kvaliteten på prisene som benyttes i estimeringen er svært avgjørende for treffsikkerheten til estimatene. I noen markeder, spesielt for renteinstrumenter, er manglende data et problem. For at man skal ha kontroll over inn og ut variablene i en modell er det dessuten alltid nødvendig å foreta forenklinger. Blant annet ignorerer StockFactsPro® tidsfaktoren ved fastsettelse av markedspåvirkning. Norges Banks estimerer må kun oppfattes som et veiledende anslag. Estimaten er nyttige fordi det gir et inntrykk av kostnadens størrelse. På grunn av de mange usikkerhetsfaktorene i modellen bør imidlertid ikke estimatene benyttes til direkte justering av avkastningen.

Teori, empiri, datatilgang, metoder og verktøy for estimering av transaksjonskostnader er i stadig utvikling. En må derfor forvente at også Norges Banks metoder vil endres i takt med denne utviklingen.