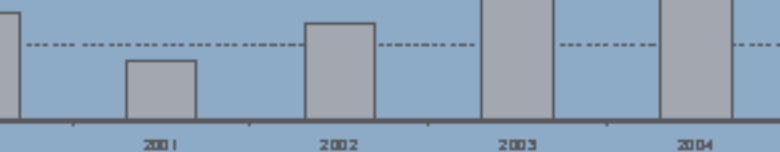
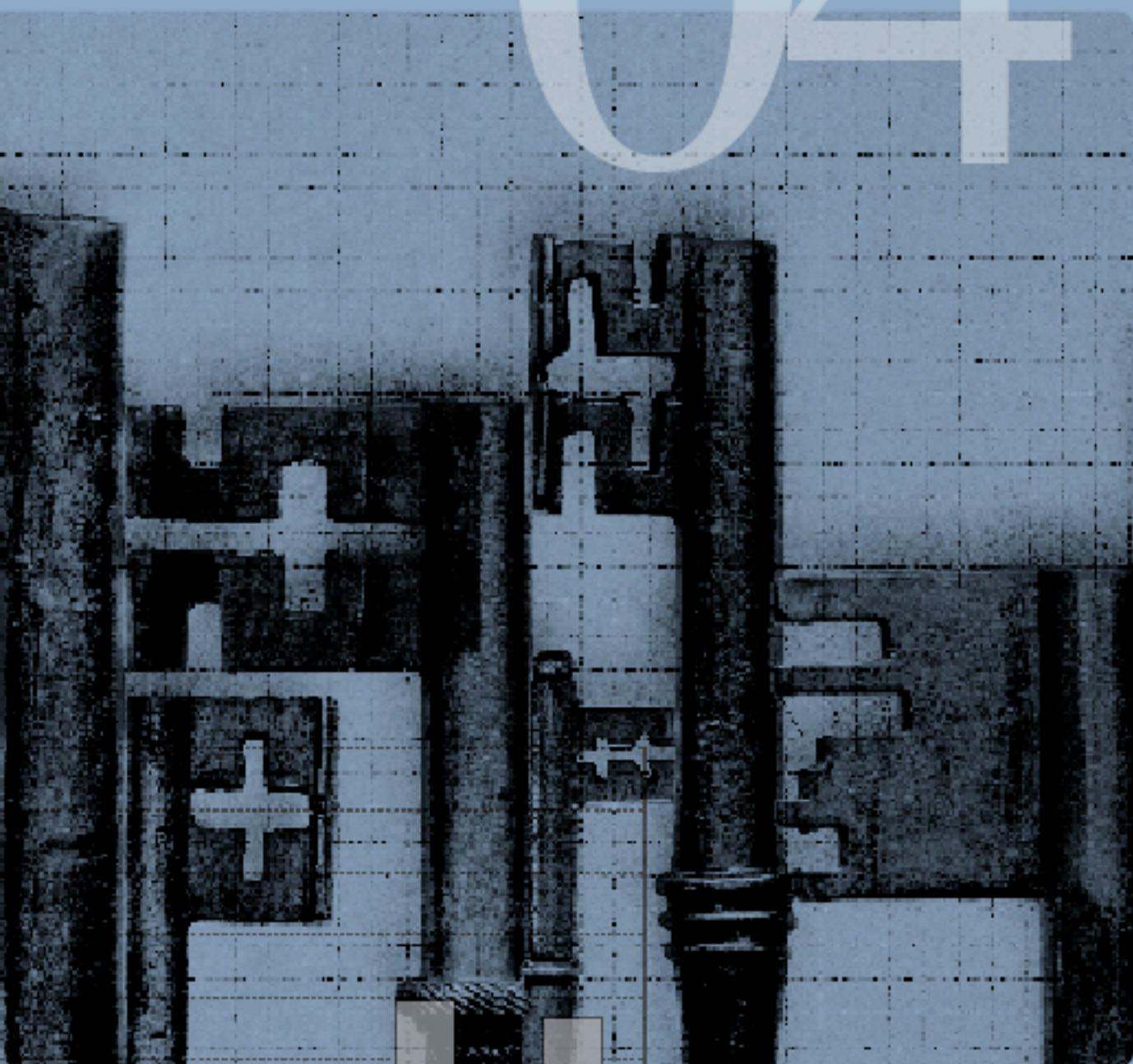


04



Innhold

	Statens petroleumsfond - nøkkeltall 2004	2
	Forord	3
	Hovedtall 1997-2004	4
Beretningsdel	1. Mandat	10
	2. Hovedtall for avkastningen i Petroleumsfondet i 2004	12
	3. Renteforvaltningen	16
	4. Aksjeforvaltningen	19
	5. Risiko	24
	6. Organisering av forvaltningen	27
	7. Kostnader i forvaltningen	29
	8. Regnskapsrapportering	30
	Uttalelse fra Norges Banks revisjon	32
Temadel	1. Erfaringer med eksterne aktive renteforvaltere	34
	2. Innfasingskostnader i Petroleumsfondet	40
	3. Investeringer i det kinesiske aksjemarkedet	48
	Tidligere publiserte artikler	56
	Artiklene finnes på Norges Banks nettsider under Petroleumsfondet	
Oversikt over finansielle beholdninger	Aksjebeholdninger pr. 31. desember 2004	58
	Obligasjoner pr. 31. desember 2004	71
	Ord og uttrykk	76

www.norges-bank.no

Statens petroleumsfond – nøkkeltall 2004

Markedsverdi i norske kroner pr 31.12.2004

- Totalporteføljen 1016,4 mrd
- Aksjeporteføljen 416,3 mrd
- Renteporteføljen 600,1 mrd

Overføringer fra Finansdepartementet i 2004 (norske kroner)

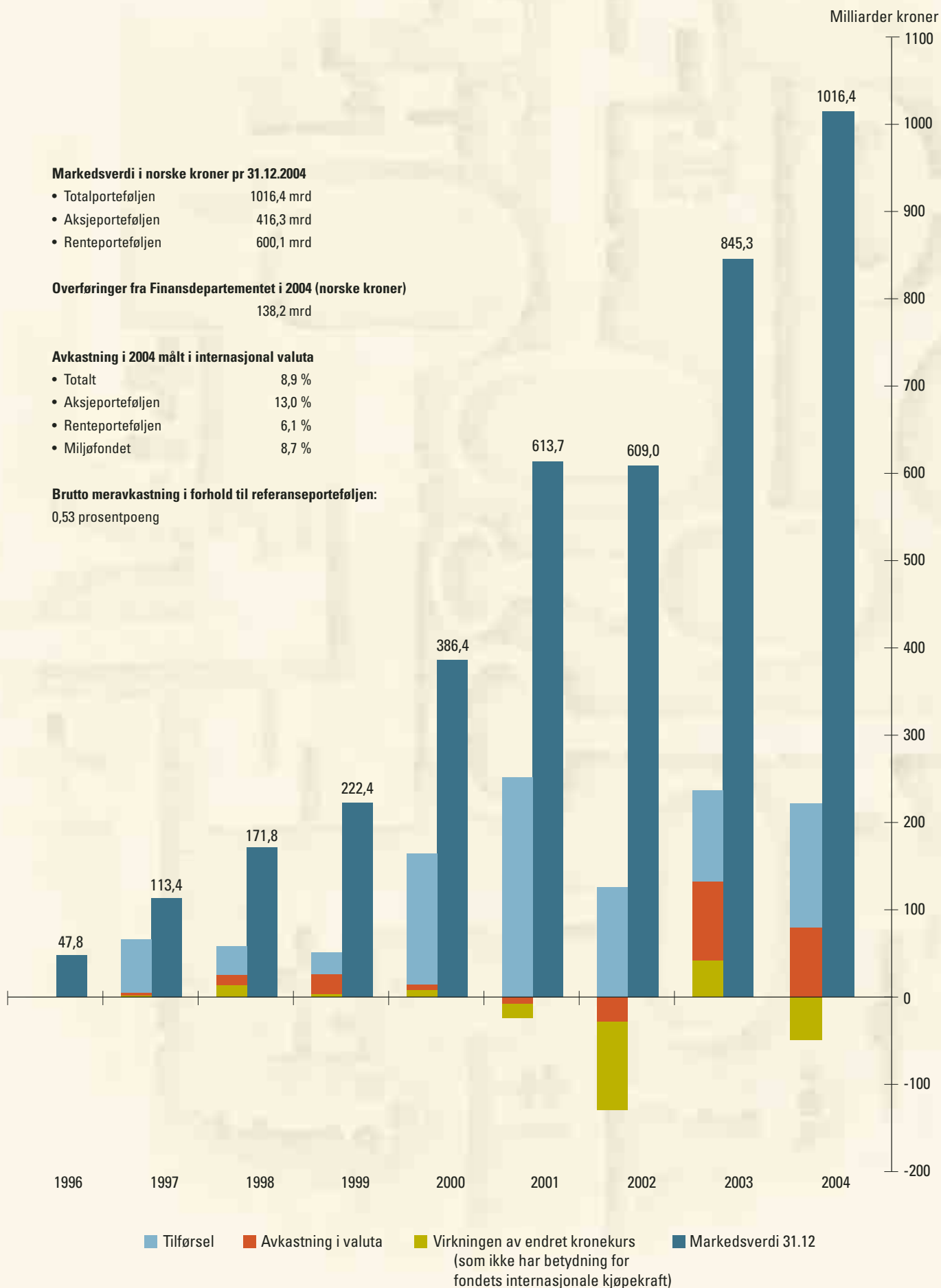
138,2 mrd

Avkastning i 2004 målt i internasjonal valuta

- Totalt 8,9 %
- Aksjeporteføljen 13,0 %
- Renteporteføljen 6,1 %
- Miljøfondet 8,7 %

Brutto meravkastning i forhold til referanseporteføljen:

0,53 prosentpoeng



Meravkastning til lav risiko

Også 2004 ble et godt år for Petroleumsfondet. Avkastningen var 8,9 prosent målt i internasjonal valuta. I 2003, som er det beste året hittil, var avkastningen 12,6 prosent. Dermed var det en avkastning på 22,6 prosent samlet over disse to årene. Dette kan særlig tilskrives høy avkastning i aksjemarkedene. I den foregående toårsperioden, som er de eneste årene hittil med negativ avkastning, var samlet verditap på 7,0 prosent.

Siden Petroleumsfondet i 1998 for første gang gikk inn i aksjemarkedet, har det vært betydelige svingninger i avkastningen. En viktig del av strategien for forvaltningen, som Finansdepartementet har fastsatt, er å holde en relativt stabil eksponering mot aksjer. Dette innebar forholdsvis store kjøp av aksjer i den perioden da kursene falt mye. Det har hittil vist seg meget lønnsomt å holde seg til en slik langsiktig strategi.

Avkastningen på obligasjoner har som ventet svingt langt mindre. Kun i ett av årene, 1999, var det negativ avkastning. De siste årene har det vært forholdsvis høy avkastning. Porteføljen har nytt godt av den kortsiktige effekten av omvurderinger knyttet til fallende internasjonalt rentenivå. Det er ikke naturlig å forvente at dette kan fortsette. Den effektive renten er i dag meget lav historisk sett.

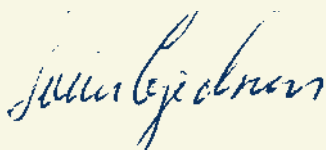
Hittil er den årlige gjennomsnittlige realavkastningen for Petroleumsfondet vel 4 prosent regnet etter forvaltningskostnadene. Dette tilsvarer et samlet beløp på 182 milliarder kroner dersom vi holder virkningen av kronekursen utenom.

Som forvalter blir Norges Bank målt løpende mot den referanseporteføljen av aksjer og obligasjoner som Finansdepartementet har fastsatt. I 2004 var det en meravkastning på 0,53 prosentpoeng. Dette er det syvende året på rad siden 1998 at Norges Bank har skapt slik meravkastning. Årlig meravkastning har vært 0,40 prosentpoeng i gjennomsnitt når man trekker fra de merkostnadene som følger av å drive aktiv forvaltning.


For å vurdere lønnsomhet av aktiv forvaltning er det ikke tilstrekkelig bare å se på meravkastning i forhold til merkostnader. Det er også viktig å vurdere virkningen på risikoen. Hittil har Norges Banks forvaltning ikke gitt noen nevneverdig økning i risikoen for Petroleumsfondet sammenlignet med en ren indeksforvaltning. Det skyldes den strategien banken har valgt med å ta svært mange aktive posisjoner som er mest mulig uavhengige av hverandre.

Forvaltningen av Petroleumsfondet er en viktig og krevende utfordring for Norges Bank. Det legges betydelig vekt på kontroll og på styringen av risiko. Videre tilstrebes å holde lavest mulige kostnader ved innfasingen av nye midler i aksje- og obligasjonsmarkedene.

Som i de foregående årene, har forvaltningen i 2004 skjedd uten vesentlige brudd på retningslinjene gitt av Finansdepartementet. Norges Bank ønsker å gi åpen og utfyllende informasjon om hvordan forvaltningen utøves. Vi håper at denne årsrapporten kan gi leserne nyttig bakgrunn om forvaltningen.



Svein Gjedrem
Sentralbanksjef



Knut N. Kjær
Direktør Norges Bank
Kapitalforvaltning

Hovedtall 1997-2004

I 2004 var Petroleumsfondets avkastning 8,9 prosent målt i internasjonal valuta. Avkastningen på aksje- og renteporteføljen var henholdsvis 13,0 prosent og 6,1 prosent. Målt i norske kroner var fondets avkastning 3,9 prosent i 2004. Forskjellen mellom avkastning målt i internasjonal valuta og avkastning målt i norske kroner er kursutviklingen på norske kroner, som ikke har noen betydning for Petroleumsfondets langsiktige internasjonale kjøpekraft.

Siden 1997 har den gjennomsnittlige årlige avkastningen vært 5,8 prosent målt i internasjonal valuta. Den akkumulerte avkastningen utgjør 182 milliarder kroner. Etter fradrag for prisstigning og forvaltningskostnader er netto årlig realavkastning 4,0 prosent.

Norges Bank oppnådde i 2004 en meravkastning på 0,53 prosentpoeng sett i forhold til den referanseporteføljen som Finansdepartementet har bestemt. Fra 1998, som var det første hele året med aksjer i Petroleumsfondets portefølje, har

gjennomsnittlig årlig meravkastning vært 0,45 prosentpoeng. Dette tilsvarer 14,2 milliarder kroner samlet for hele perioden.

Finansdepartementet har gitt Norges Bank en ramme for å utøve aktiv forvaltning med sikte på å oppnå meravkastning. Siden 1998 har markedsrisikoen på den faktiske porteføljen kun vært marginalt høyere enn markedsrisikoen på referanseporteføljen. Dermed har den aktive forvaltningen skjedd med små kostnader i form av høyere risiko. Gjennom den aktive forvaltningen har Petroleumsfondet hatt noe høyere kostnader enn om porteføljen var forvaltet passivt nær referanseporteføljen. Den reelle verdiskapingen ved aktiv forvaltning, der det er tatt hensyn til utgiftene, er anslått til 0,40 prosentpoeng i årlig gjennomsnitt.

Informasjonsraten er et enkelt mål på dyktighet i kapitalforvaltning. Den kan beregnes som forholdstallet mellom den årlige meravkastningen og den mer-

risiko som er tatt i relasjon til referanseporteføljen (relativ volatilitet). Informasjonsraten viser med andre ord hvor høy meravkastning man får igjen for hver risikoenhet. I gjennomsnitt siden 1998 har informasjonsraten vært 1,15.

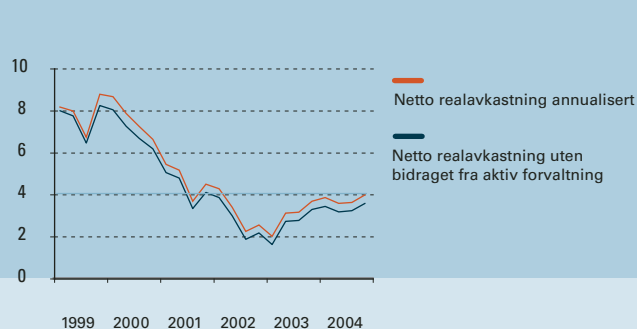
Markedsverdien av Petroleumsfondet var ved utgangen av 2004 på 1 016 milliarder kroner. I løpet av 2004 fikk fondet tilført 138 milliarder kroner fra Finansdepartementet. Samlet tilførsel siden 1996 har vært 934 milliarder kroner.

Avkastning 1997-2004

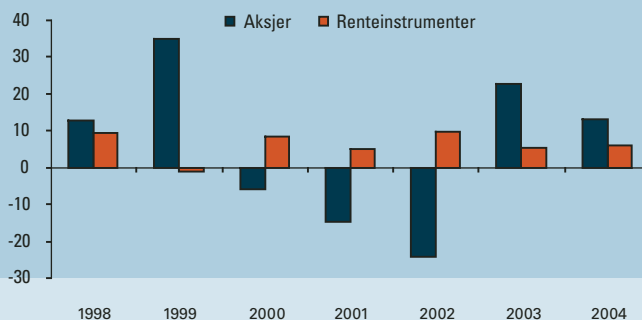
Petroleumsfondets avkastning er vist i tabell 1. Siden 1997 har Petroleumsfondet hatt en gjennomsnittlig årlig nominell avkastning på 5,76 prosent målt i internasjonal valuta. Avkastningen har vært positiv i seks og negativ i to av disse årene. I 1997 var fondet kun investert i rentebærende statspapirer, mens porteføljen siden 1998 har bestått av både aksjer og rentebærende

	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	1997-2004
Nominell avkastning									
- på aksjeporteføljen *	-	12,86	34,81	-5,82	-14,59	-24,37	22,83	13,00	3,64
- på renteporteføljen	9,07	9,31	-0,99	8,41	5,04	9,90	5,26	6,10	6,46
- på totalporteføljen	9,07	9,25	12,44	2,50	-2,47	-4,74	12,59	8,94	5,76
Prisstigning **	1,75	0,92	1,28	2,02	1,18	1,89	1,36	2,43	1,60
Reell avkastning (geometrisk)	7,19	8,25	11,02	0,47	-3,61	-6,51	11,08	6,35	4,09
Forvaltningskostnader***	0,04	0,06	0,09	0,11	0,07	0,09	0,10	0,11	0,08
Netto realavkastning	7,15	8,19	10,93	0,36	-3,68	-6,60	10,98	6,24	4,01

* Inklusive det særskilte Miljøfondet, som ble opprettet i 2001 og avviklet i 2004.
 ** Veid gjennomsnitt av konsumprisstigningen i de land som i vedkommende år inngår i fondets referanseportefølje
 *** Kostnadene inkluderer honorarer til eksterne forvaltere for oppnådd meravkastning. Kostnadene i 1997 er anslått, men ikke beregnet nøyaktig.



Figur 1: Gjennomsnittlig årlig akkumulert netto realavkastning fra 1997. Prosent



Figur 2: Årlig avkastning i aksje- og renteporteføljene målt i fondets valutakurv 1998-2004. Prosent.

verdipapirer. For årene 1997-2004 har den gjennomsnittlige nominelle årlige avkastningen på aksje- og renteporteføljen vært henholdsvis 3,64 og 6,46 prosent. Realavkastningen er nominell avkastning fratrukket prisstigning. For hele fondet har den årlige realavkastningen siden 1997 vært 4,09 prosent. Forvaltningskostnadene har i gjennomsnitt vært 0,08 prosent av forvaltningskapitalen. Dermed er netto realavkastning fratrukket forvaltningskostnader siden 1997 4,01 prosent. Figur 1 viser utviklingen i gjennomsnittlig årlig netto realavkastning og i realavkastningen uten bidraget fra aktiv forvaltning siden 1997.

Figur 2 viser prosentvis årlig avkastning siden 1998 for aksje- og renteporteføljene målt i fondets valutakurv. I fire av disse årene har det vært positiv avkastning på aksjeporteføljen, mens det har vært positiv avkastning på renteinvesteringene i alle år med unntak for 1999.

Figur 3 viser avkastningen siden 1998 som absolutt beløp, regnet i norske kroner og i fondets valutakurv. Ved utgangen av 2004 var akkumulert avkastning for perioden fra 1997 182 milliarder målt i valutakurven, og 85 milliarder regnet i norske kroner. Når kronen styrker seg i forhold til investeringsvalutaene, blir avkastningen lavere målt i kroner enn i valuta. For de tre årene 2001, 2002 og 2004 samlet bidro en sterkere kronekurs til å redusere fondets verdi med vel 166 milliarder kroner. For hele perioden fra 1998 reduserte en sterkere krone fondets kroneverdi med omlag 101 milliard kroner. Dette har imidlertid ikke betydning for fondets internasjonale kjøpekraft.

Figur 4 viser utviklingen av 100 kro-

ner investert i aksjer og 100 kroner investert i rentebærende verdipapirer ved utgangen av 1997. Verdiene er her målt i fondets valutakurv.

Mens renteporteføljen har hatt en noenlunde jevn avkastning, er svingningene store for aksjeavkastningen. Ved utgangen av 2004 ville aksjeverdien ha vært 128 kroner, det vil si en oppgang på 28 prosent. Verdien på renteinvesteringen ville ha vært 151 kroner, som svarer til en oppgang på 51 prosent. For en kombinert portefølje med samme sammensetning av aksjer og rentebærende verdipapirer som Petroleumsfondet, ville den akkumulerte avkastningen siden 1998 ha vært på 43 prosent.

Tilførsler av nye midler 1995-2004

Finansdepartementet tilførte første gang midler til Statens petroleumsfond i mai

1996, etter at statsregnskapet for 1995 viste et overskudd på 2 milliarder kroner. Deretter har det vært overskudd på statsregnskapet hvert år, og det er overført midler til fondet i samsvar med Finansdepartementets anslag for hvor stort overskuddet ville bli. Når det endelige statsregnskapet foreligger noen måneder inn i det påfølgende året, blir neste års tilførsler til fondet justert gjennom korrigering for avviket mellom det som ble tilført i løpet av året, og endelige avsetninger til Petroleumsfondet.

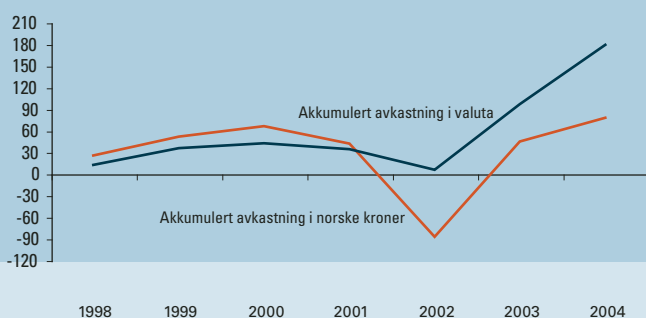
Tabell 2 viser at endelig avsetning i statsregnskapet fra og med 1996 har variert fra om lag 26 milliarder kroner for 1999 til mer enn 250 milliarder for 2001. I 2004 var faktisk tilførsel 138 milliarder kroner. Samlet for årene 1995-2004 er Petroleumsfondet tilført 934 milliarder kroner.

Tabellen viser også andelen av statens netto kontantstrøm fra petroleumsvirk-

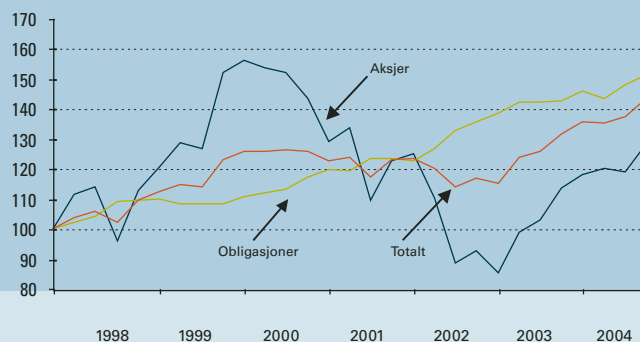
Tabell 2: Tilførsler til Statens petroleumsfond 1995-2004. Millioner kroner

Regnskapsår	Faktisk tilførsel i løpet av året *	Endelig avsetning i statsregnskapet	Andel av statens oljeinntekter som er overført til fondet. Prosent
1995	-	1 981	5
1996	47 476	44 213	63
1997	60 900	64 019	71
1998	32 837	27 982	62
1999	24 423	26 133	59
2000	149 838	150 519	94
2001	251 189	257 017	99
2002	125 354	115 828	68
2003	103 911	110 819	64
2004	138 162		61 **
Sum 1995-2004	934 090		

* Fratrukket forvaltningsgodtgjøring til Norges Bank
 ** Foreløpig anslag



Figur 3: Akkumulert avkastning, regnet i milliarder kroner og i fondets valutakurv 1998-2004



Figur 4: Indeks for akkumulert avkastning av aktivklassene i Petroleumsfondet 1998-2004. Fondets valutakurv pr 31.12.97=100

somheten som er blitt tilført Petroleumsfondet. I årene 2000 og 2001 ble nesten hele kontantstrømmen tilført fondet, mens i årene 2002-2004 har denne andelen vært på omlag 2/3 av kontantstrømmene.

Norges Banks bidrag til forvaltningsresultatet

Finansdepartementet har definert en referanseportefølje for forvaltningen av Petroleumsfondet. Denne uttrykker den overordnede investeringsstrategien for fondet, og gjør det mulig å måle Norges Banks bidrag som forvalter. Norges Bank kan bidra til forvaltningsresultatet ved å velge en faktisk portefølje som avviker fra referanseporteføljen. Et enkelt mål for Norges Banks bidrag til avkastningen er forskjellen mellom faktisk avkastning og avkastningen på referanseporteføljen. Første linje i tabell 3 viser at meravkastningen hvert år har vært positiv, med et gjennomsnitt på 0,45 prosentpoeng for årene siden 1998. Regnet i beløp utgjorde dette i sum for perioden 14,2 milliarder kroner.

Den andre linjen i tabell 3 viser netto verdiskaping ved aktiv forvaltning. Dette er et uttrykk for hvor mye merverdi

Norges Bank skaper i forvaltningen sammenlignet med et alternativ der hele porteføljen forvaltes på billigste måte tettet mulig opp mot referanseporteføljen (indeksforvaltning). Ved beregning av netto verdiskaping tas det hensyn til at også ren indeksforvaltning ville ha ført med seg noen transaksjons- og forvaltningskostnader. Det gjøres på den annen side fradrag både for ekstra forvaltningskostnader ved aktiv forvaltning og for inntekter fra utlån av verdipapirer som også ville ha kommet ved passiv forvaltning. I avsnitt 2.2 i beretningsdelen er det gjort nærmere rede for beregningene.

Norges Banks netto bidrag til verdiskapingen ved aktiv forvaltning i 2004 var på 0,49 prosentpoeng. Som gjennomsnitt over perioden 1998–2004 var netto-bidraget til meravkastningen på 0,40 prosentpoeng. Regnet i beløp utgjorde dette 12,7 milliarder kroner.

Figur 5 viser meravkastning hvert kvartal fra og med 1998. Norges Bank har oppnådd meravkastning i 20 av 28 kvartaler siden Petroleumsfondet første gang plasserte midler i aksjer. Figuren viser også akkumulert faktisk avkastning og akkumulert referanseavkastning. Differansen mellom de to avkastnings-

seriene akkumuleres for hele perioden til en brutto meravkastning på 4,24 prosentpoeng.

Figur 6 viser sammenhengen mellom meravkastningen for hver måned og avkastningen på referanseporteføljen i samme måned for perioden fra 1998 til 2004. Denne figuren viser ikke noe klart mønster. Den indikerer derfor at den meravkastning som Norges Bank har oppnådd, er uavhengig av avkastningen på den referanseporteføljen som er fastsatt av Finansdepartementet.

For å vurdere kvaliteten av Norges Banks aktive forvaltning, er det i tillegg viktig å vurdere den markedsrisikoen Norges Bank har tatt for å oppnå meravkastningen. Figur 7 viser utviklingen i relativ volatilitet (se ramme i kapittel 5 i beretningsdelen) som faktisk portefølje har hatt i forhold til referanseporteføljen siden 1999.

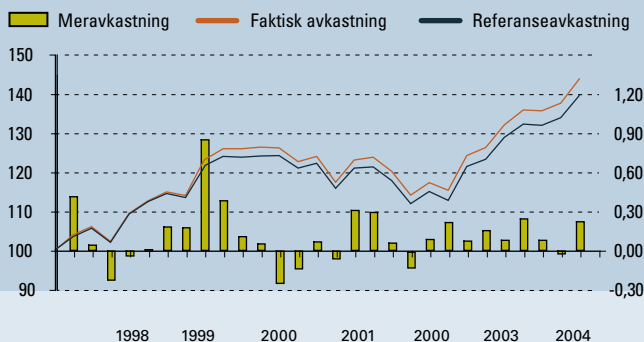
I figuren er det brukt to ulike risikomål. Forventet relativ volatilitet beregnes på forhånd, på grunnlag av volatiliteten i markedene noen år bakover i tid. Dette risikomålet viser forholdsvis små endringer over tid, og har hele tiden ligget godt under den øvre grensen på 1,5 prosentpoeng som Finansdepartementet har

Tabell 3: Norges Banks bidrag til avkastningen av Petroleumsfondet i hvert av årene 1998-2004 og i gjennomsnitt for de syv årene. Prosentpoeng

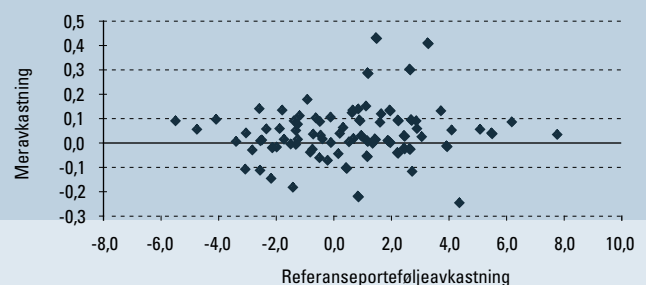
Total	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	1998-2004
Meravkastning*	0,20	1,25	0,28	0,15	0,25	0,59	0,53	0,45
Verdiskaping ved aktiv forvaltning**	0,19	1,18	0,20	0,11	0,21	0,54	0,49	0,40

* I tidligere år, ekstraordinære kostnader ved Finansdepartementets endring i referanseporteføljen og skatt på aksjeutbytte. Disse justeringer er det gjort rede for i tidligere årsberetninger. Fra 1. januar 2004 justerer indeksevennerendringen avkastningen på referanseporteføljen slik at Norges Banks skatteposisjon når det gjelder ak referanseporteføljen.

** Meravkastning med fradrag for aktive forvaltningskostnader og utlånsinntekter, men med tillegg for estimerte transaksjonskostnader som følger av vanlig indeksering og innfasing av nye midler, se side 14. Estimater for innfasing av nye midler tar ikke hensyn til eventuell markeds påvirkning.



Figur 5: Indeks for akkumulert faktisk avkastning og referanseavkastning (venstre akse), og kvartalsvis meravkastning i prosentpoeng (høyre akse) 1998-2004

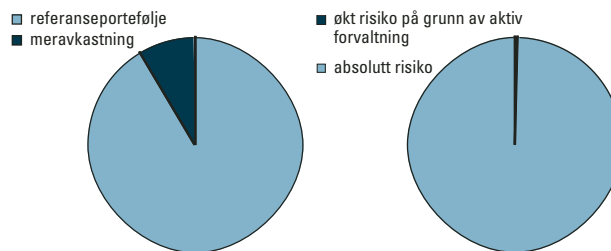


Figur 6: Sammenheng mellom meravkastning og referanseporteføljeavkastning 1998-2004. Prosent

satt for risikotakingen i Norges Banks forvaltning. Faktisk relativ volatilitet er beregnet i ettertid ut fra hvor mye den faktiske differanseavkastningen har variert i siste tolv månedersperiode. De to målene viser svært forskjellig nivå på risikotakingen i 2000, da aksjemarkedene svingte mye. Men de fire siste årene viser målene om lag samme grad av risikotaking.

Informasjonsraten er et enkelt mål på dyktighet i kapitalforvaltning. Den kan beregnes som forholdstallet mellom årlig brutto meravkastning og markedsrisiko målt ved relativ volatilitet. Informasjonsraten viser med andre ord hvor høy meravkastning man får igjen for hver risikoenhet. For perioden 1998-2004 har Petroleumsfondet hatt en gjennomsnittlig informasjonsrate på 1,15. I en egen tema-artikkel i årsberetningen fra 2003 gis det en detaljert gjennomgang av resultatene fra aktiv forvaltning i denne perioden. Tabell 4 viser en historisk oversikt over informasjonsraten for samlet portefølje og fordelt på aktivklasser.

Figur 8 illustrerer hvor mye av den samlede avkastningen siden 1998 som skyldes bidraget fra aktiv forvaltning (meravkastningen). Bidraget er 9,4 prosent av samlet avkastning. Figuren illustrer også hvor mye av den samlede risi-



Figur 8: Meravkastning og referanseporteføljens avkastning og risikobidraget fra aktiv forvaltning

koen som kan tilskrives den aktive forvaltningen. Andelen er 0,7 prosent, det vil si at den aktive forvaltningen i svært liten grad har hatt en kostnad i form av økt total risiko.

Intern og ekstern forvaltning

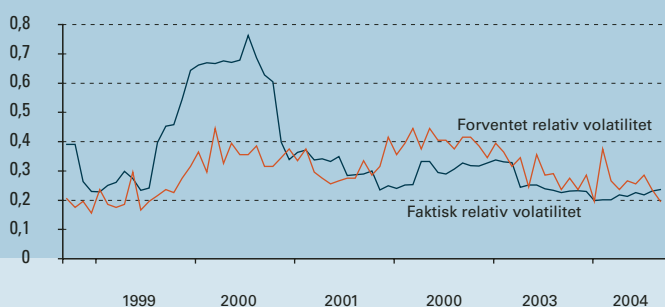
Figur 9 viser noen nøkkeltall om forholdet mellom intern og ekstern forvaltning av Petroleumsfondet i de to siste årene. Som gjennomsnitt for 2004 ble om lag 78 prosent av fondet forvaltet internt i Norges Bank. Kostnadene ved den interne forvaltningen utgjorde om lag 38 prosent av de samlede forvaltningskostnadene. Den interne forvaltningen stod for om lag 37 prosent av den samlede risikoen knyttet til aktiv forvaltning. Det finnes ingen absolutt korrekt måte å beregne fordelingen av aktiv risiko på. Fordelingen i figu-

ren bygger på en summering av risikoen målt ved "Value at Risk" i interne og eksterne mandater, uten hensyn til korrelasjon mellom de ulike mandatene.

Andelen av ekstern forvaltning har gått litt ned i volum fra 2003 til 2004, mens eksternforvaltningen står for en noe høyere andel av den samlede risiko enn i 2003. Den eksterne forvaltningen er dyrere enn den interne. Noe av forklaringen er at aktiv forvaltning er klart dyrere enn indeksforvaltning. En annen viktig forklaring er at stordriftsfordeler tilsier at intern forvaltning av store porteføljer kan være billigere enn å kjøpe forvaltningstjenester i markedet. Norges Banks strategi er å la eksterne forvaltere med spesialisert kompetanse stå for mye av den samlede aktive risikotakingen, mens banken gjennom sin internforvaltning prøver å utnytte de stordriftsfordeler som følger av fondets størrelse, og i tillegg drive aktiv forvaltning på enkelte områder.

Figur 10 viser at tallet på eksterne mandater har økt betydelig i løpet av 2004. Ved utgangen av 2004 hadde 35 ulike eksterne forvaltere til sammen 65 ulike mandater.

Tabell 4: Informasjonsrater			
Periode	Petroleumsfondet	Aksjer	Renter
2004	2,19	1,39	3,80
Siden 2002 (3 år)	1,78	0,91	3,55
Siden 1999 (6 år)	1,27	1,05	1,86



Figur 7: Forventet og faktisk relativ volatilitet målt ved utgangen av hver måned 1999-2004. Prosentpoeng



Figur 9: Fordeling av portefølje, forvaltningskostnader og aktiv risiko mellom intern og ekstern forvaltning 2003-2004. Prosent

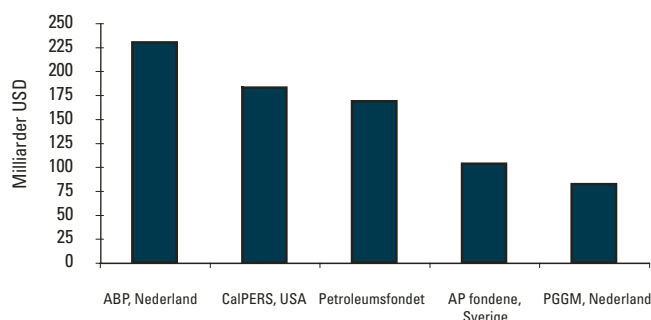
Tabell 5: Petroleumsfondets eierandel i rentemarkedene ved utgangen av årene 1998-2004, i prosent av markedskapitaliseringen i Lehman-indeksene

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Statspapirer							
Europa	0,12	0,18	0,38	0,74	0,67	0,56	0,64
Amerika	0,11	0,17	0,36	0,74	0,39	0,44	0,57
Asia og Oseania	0,10	0,11	0,20	0,45	0,19	0,24	0,30
Andre offentlige verdipapirer							
Europa	-	-	-	-	0,57	0,56	0,64
Amerika	-	-	-	-	0,29	0,29	0,38
Asia og Oseania	-	-	-	-	0,16	0,00	0,00
Pantesikrede verdipapirer							
Europa	-	-	-	-	0,45	0,56	0,63
Amerika	-	-	-	-	0,08	0,07	0,10
Asia og Oseania	-	-	-	-	0,00	0,00	0,00
Selskapspapirer							
Europa	-	-	-	-	0,34	0,56	0,64
Amerika	-	-	-	-	0,25	0,46	0,59
Asia og Oseania	-	-	-	-	0,00	0,00	0,00

Størrelsen av Petroleumsfondet i et internasjonalt perspektiv

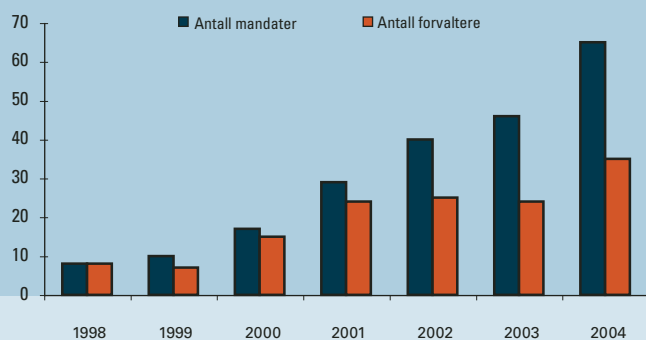
Ved utgangen av 2004 var markedsverdien av Petroleumsfondets internasjonale portefølje 1016 milliarder kroner. Siden dette er en formue, blir det misvisende å sammenligne størrelsen med for eksempel årlige statsutgifter eller årlig verdiskaping i Norge. Man kan imidlertid se på hvor mye av Petroleumsfondet som kan brukes årlig, uten at realverdien av formuen går ned. Om man, som i regjeringens handlingsregel for bruk av petroleumsinntekter, legger til grunn 4 prosent som et anslag på langsiktig realavkastning, tilsvarer dette om lag 6,6 prosent av utgiftene på statsbudsjettet for 2004.

Petroleumsfondet er blitt et stort fond også sammenlignet med de største fondene internasjonalt. I figur 11 sammenlignes Petroleumsfondet med det største pensjonsfondet i Amerika, de to største fondene i Europa og med samlet forvaltningskapital for de svenske AP-fondene.

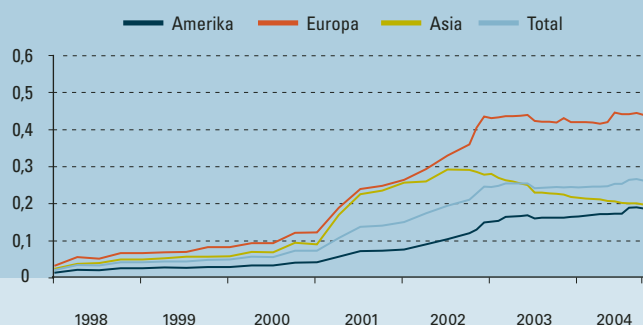


Figur 11: Størrelsen på store internasjonale fond 2004

Kilde: Fondenes nettsteder og Norges Bank

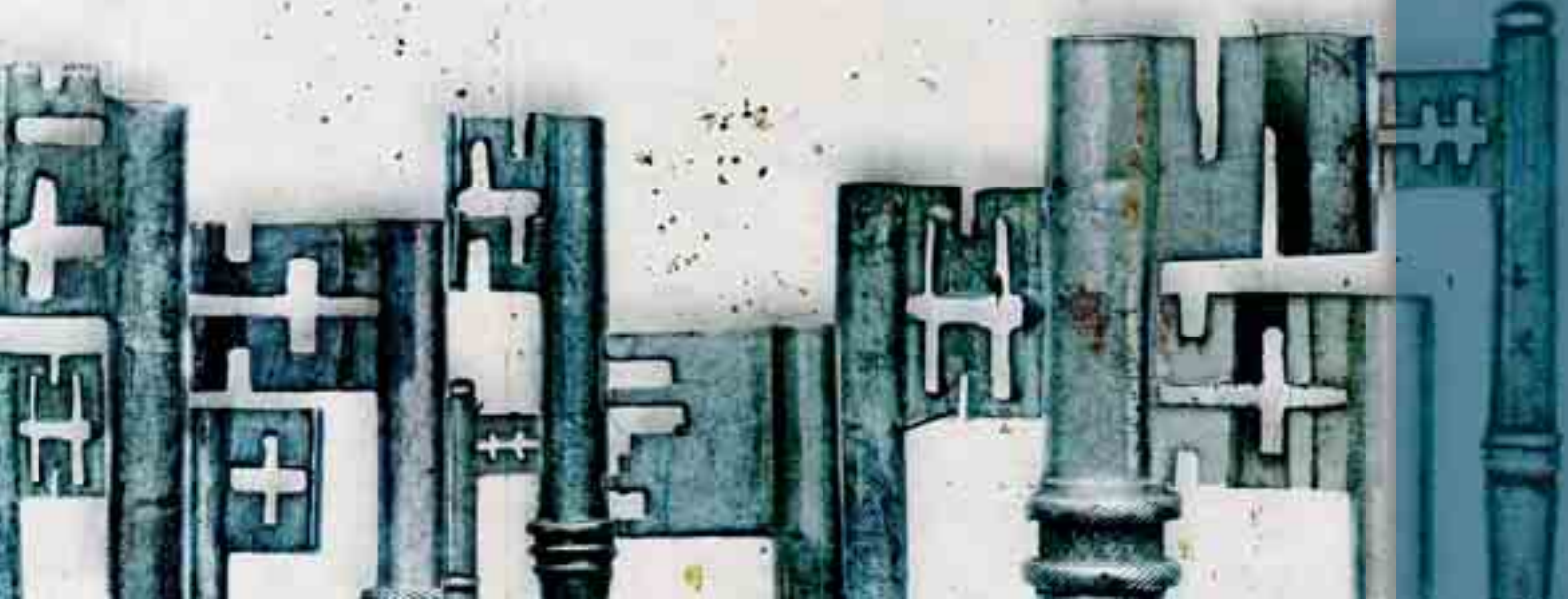


Figur 10: Eksterne forvaltere og antall eksterne forvaltningsmandater



Figur 12: Petroleumsfondets eierandeler i aksjemarkedene, som prosent av markedskapitaliseringen i FTSE-indeksene

Kilde: FTSE og Norges Bank



1. Mandat

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. Den nye landlisten fremgår av listen i en egen ramme. 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 Etikuttvalget som la

frem sitt forslag i juni 2003. Petroleumsfondets etiske grunnlag skal fremmes gjennom tre virkemidler:

- Eierskapsutøvelse for å fremme lang-siktig 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:
 - 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. Disse prinsippene er gjengitt i en separat ramme. 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.

Miljøfondet ble opprettet i 2001 som en separat aksjefortfølje i Petroleumsfondet. På samme tidspunkt som de nye etiske retningslinjene ble vedtatt for hele Petroleumsfondet, besluttet Finansdepartementet at Miljøfondet investeringer skulle overføres til den øvrige aksjefortføljen.

Petroleumsfondets investeringer

(land som inngår i referanseporteføljen er kursivert):

Landlisten for aksjeinvesteringer*):

Europa: *Belgia, Danmark, Finland, Frankrike, Hellas, Irland, Italia, Nederland, Portugal, Spania, Storbritannia, Sveits, Sverige, Tyrkia, Tyskland, Østerrike, Island, Kypros, Polen, Tsjekkia og Ungarn.*

Amerika: *Brasil, Canada, Mexico, USA og Chile.*

Asia og Oseania: *Australia, Hong Kong, Japan, New Zealand, Singapore, Sør-Korea, Taiwan, Thailand, Filippinene, India, Indonesia, Kina og Malaysia.*

Midt-Østen og

Afrika: *Israel og Sør-Afrika.*

Renteinvesteringer utstedt i en valuta til følgende land:

Europa: *Belgia, Danmark, Finland, Frankrike, Hellas, Irland, Italia, Nederland, Portugal, Spania, Storbritannia, Sveits, Sverige, Tyskland, Østerrike, Island, Kypros, Polen, Tsjekkia og Ungarn.*

Amerika: *Canada, USA og Mexico.*

Asia og Oseania: *Australia, Hong Kong, Japan, New Zealand, Singapore og Sør-Korea.*

Afrika: *Sør-Afrika.*

*) Med virkning fra 1. februar 2004 besluttet departementet at Sør-Afrika skulle tas inn og Tyrkia tas ut av fondets referanseportefølje for aksjer. Tyrkia er fortsatt en del av listen over land fondet kan investere i.

Norges Banks prinsipper for eierskapsutøvelse

Norges Banks hovedstyre vedtok 15. desember 2004 nye prinsipper for utøvelse av eierskap. Prinsippene er en videreføring av tidligere retningslinjer. De er utviklet på basis av hva som antas best å fremme porteføljenes finansielle interesser, og bygger på internasjonalt anerkjente prinsipper for god virksomhetsstyring som uttrykt i OECDs retningslinjer for eierskapsutøvelse. Prinsippene er i samsvar med Finansdepartementets retningslinjer for eierskapsutøvelsen.

Utøvelse av eierskap er en integrert del av investeringsvirksomheten med sikte på å ivareta finansielle verdier. Norges Bank legger til grunn at styrene i foretakene er ansvarlige for at foretakenes virksomhet blir drevet på en måte som er til det beste for eiernes langsiktige interesser.

Norges Bank vil utøve eierskap gjennom å offentliggjøre sine prinsipper for eierskapsutøvelse og tilhørende forventninger til foretakene, og ved å stemme over forslag som fremmes på foretakenes generalforsamlinger. Norges Bank kan også utøve eierskap gjennom å delta i internasjonale nettverk og organisasjoner, være i direkte kontakt med enkeltforetak, og samarbeide med andre investorer for å fremme eller følge opp konkrete tiltak.

Norges Banks prinsipper stiller krav til foretakenes formål, strategi og kommunikasjon, til foretakenes styring og struktur, og til den langsiktige bærekraft for foretakenes virksomhet.

Norges Bank vil rapportere årlig om utøvelse av eierskap på vegne av Statens petroleumsfond, og denne rapporten vil være offentlig tilgjengelig.

Tabell 1: Referanseportefølje pr. 31. desember 2004. Tall i prosent

Land for aksjereferansen Valuta for rentereferansen	Aksjer		Rentebærende instrumenter	
	Strategisk referanseportefølje	Faktisk referanseportefølje	Strategisk referanseportefølje	Faktisk referanseportefølje
Vekt aktivaklasser	40,0	40,9	60,0	59,1
Belgia		0,9		
Finland		0,9		
Frankrike		7,1		
Hellas		0,4		
Irland		0,6		
Italia		3,4		
Nederland		3,4		
Portugal		0,3		
Spania		3,1		
Tyskland		5,3		
Østerrike		0,2		
<i>Euroområdet (EUR)</i>		<i>25,5</i>		<i>47,0</i>
Storbritannia (GBP)		17,2		6,7
Danmark (DKK)		0,6		1,0
Sveits (CHF)		4,8		0,6
Sverige (SEK)		1,9		0,9
Sum Europa	50,0	49,9	55,0	56,2
USA (USD)		36,1		32,3
Brasil (BRL)		0,4		
Canada (CAD)		1,8		1,7
Mexico (MXN)		0,3		
Sør-Afrika (ZAR)		0,5		
Sum Amerika / Midtøsten / Afrika			35,0	33,9
Australia (AUD)		1,6		0,4
Hong Kong (HKD)		0,8		
Japan (JPY)		6,5		9,0
New Zealand (NZD)		0,1		0,2
Singapore (SGD)		0,3		0,3
Sør-Korea (KRW)		0,8		
Taiwan (TWD)		0,8		
Sum Asia / Oseania			10,0	9,9
Sum Amerika / Midtøsten / Afrika / Asia / Oseania	50,0	50,1		



Norges Banks prinsipper er gjengitt på Petroleumsfondets web-sider (www.norges-bank.no/petroleumsfondet/eierskap/). Prinsippene er også tilgjengelige som trykksak.

Dokumentasjon på Internett

Norges Banks nettsted (www.norges-bank.no) inneholder loven om Statens petroleumsfond, Finansdepartementets forskrift og de retningslinjer departementet har gitt. Nettstedet inneholder dessuten alle rapporter som er publisert om forvaltningen av fondet, og bakgrunnstoff om Petroleumsfondets strategi og om organiseringen av Norges Bank Kapitalforvaltning.

Sammensetningen av strategisk og faktisk referanseportefølje

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 (se separat ramme på side 10). 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. Til og med 2001 ble vektene i referanseporteføljen alltid brakt tilbake til det strategiske utgangspunktet i forbindelse med kvartalsvise tilførsler av nye midler til fondet. Fra januar 2002 endret Finansdepartementet retninglinjene slik at tilførsler av nye midler skjer månedlig. De månedlige tilførsleene 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 pr 31. desember 2004 er vist i tabell 1. Vektene i rentereferansen gjelder den valuta verdipapirene lyder på. Det er derfor ikke oppgitt andeler for hvert land innenfor euroområdet.

2. Hovedtall for avkastningen i Petroleumsfondet i 2004

2.1 Bakgrunn: Den makroøkonomiske utviklingen i 2004

2004 var preget av sterk økonomisk utvikling i verdensøkonomien. Regionene Asia, Latin- Amerika og USA hadde sterk vekst, mens utviklingen var noe svakere i Europa. Veksten i verdensøkonomien var i første del av året drevet av sterk investeringsvekst i Kina og av høyt privat konsum i USA. Lav innenlandsk etterspørsel og liten vekst i investeringene bidro til å dempe den økonomiske veksten i euroområdet.

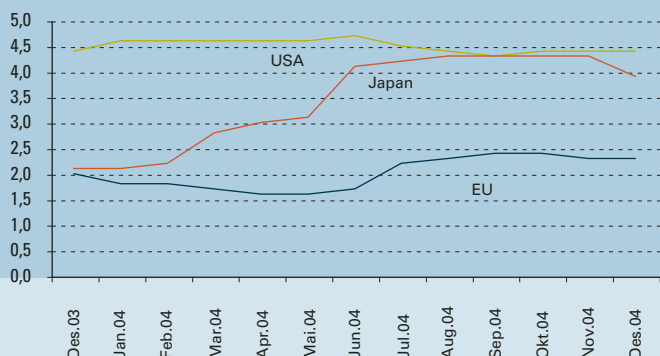
Kina og flere asiatiske land hadde en

vekst i BNP på om lag 10 prosent i 2004. For disse landene har kombinasjonen av sterk internasjonal etterspørsel etter varer, konkurransedyktige valutaer og lave innenlandske renter bidro til en sterk utvikling i eksportindustrien og til vekst i investeringene. Investeringene i Kina utgjorde nesten 50 prosent av BNP i 2004, og eksportveksten var på 35 prosent i forhold til året før. Kina har passert Japan og er nå verdens tredje største eksportør etter USA og Tyskland.

Veksten i Kina har også stimulert eksporten og veksten i mange av nabolandene.

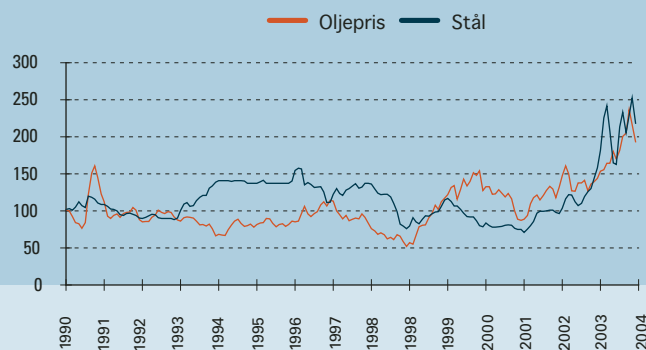
Omtrent halvparten av eksporten fra Japan til Kina er for reeksport, mens den andre halvparten for det meste er eksport av investeringsvarer. Den sterke eksportveksten til Kina har også hatt positive ringvirkninger i den innenlandske økonomien i Japan, der investeringene har økt og arbeidsmarkedet har bedret seg. Japans BNP-vekst i 2004 ser derfor ut til å bli på linje med veksten i USA, og nesten dobbelt så sterk som veksten i Europa. Figur 1 viser forventet vekst i BNP for hovedmarkedene i 2004.

Veksten i Kina har bidro til prisstigning



Figur 1: Konsensus forventninger om BNP-vekst i 2004 i hovedmarkedene, målt på ulike tidspunkter gjennom året. Prosent

Kilde: Consensus Economics Inc.



Figur 2: Prisutvikling på stål og olje 1990-2004 (31.12. 1989 = 100)

Kilde: Eco Win

Tabell 2: Markedsverdien av Petroleumsfondets delporteføljer i 2004. Millioner kroner

	31.12.2003	31.03.2004	30.06.2004	30.09.2004	31.12.2004
Aksjer i ordinær portefølje	359 648	383 474	390 214	391 353	416 298
Miljøfondet *	1 517	1 622	1 644	1 585	0
Renteporteføljen	484 141	530 251	550 499	595 203	600 104
Totalporteføljen	845 306	915 347	942 357	988 141	1 016 402

* Miljøfondet ble avviklet 1. desember 2004.

ning på en rekke viktige råvarer. Økt import av jernmalm, stål, kull, olje og matvarer som soyabønner og hvete har drevet fraktratene for oljetankere og tørrbulkskip oppover. Dette har også bidratt sterkt til økonomisk vekst i en rekke land i Latinamerika og i Øst-Europa.

Figur 2 viser prisstigningen på stål (skrapjern) og olje (Brent) siden 1990. Prisene på disse viktige råvarene var relativt stabile på hele nittitallet, for så å stige betydelig fra årtusenskiftet. Oljeprisen steg kraftig i løpet av 2004. Hele 33 prosent av økningen i oljeforbruket i verden i 2004 kom fra Kina, mot bare 15 prosent fra USA. Asia stod for hele 50 prosent av forbruksøkningen av olje i 2004. Det vises til en egen temaartikkel som omhandler utviklingen i Kina.

2.2. Avkastningen av Petroleumsfondet

Markedsverdien av Petroleumsfondets internasjonale portefølje var ved utgangen av 2004 på 1 016,4 milliarder kroner. Dette var en økning på 171,1 milliarder kroner fra inngangen til året. Det ble tilført midler for 138,2 milliarder kroner fra Finansdepartementet, og avkastningen på

Tabell 3: Overføringer til Petroleumsfondet i 2004. Milliarder kroner

	Til aksjeporteføljen	Til renteporteføljen	Totalt til Petroleumsfondet
31. januar		7,0	7,0
28. februar		6,9	6,9
31. mars		8,2	8,2
30. april		8,1	8,1
31. mai		8,3	8,3
30. juni		12,4	12,4
31. juli	1,9	12,7	14,6
31. august	10,6	6,0	16,6
30. september	0,3	20,5	20,9
31. oktober	13,1	8,7	21,8
30. november		13,4	13,4
Sum for 2004	25,9	112,2	138,2

investeringene bidro til en verdiøkning på 82,2 milliarder kroner. Verdien av de valutaene fondet er investert i, falt i forhold til norske kroner, noe som bidro til en reduksjon av verdien med 49,3 milliarder kroner. Endringer i kronekursen har imidlertid ikke betydning for fondets internasjonale kjøpekraft. Tabell 2 viser størrelsen på de ulike delporteføljene på ulike tidspunkter i 2004.

Tabell 3 viser månedlige overføringer til Petroleumsfondet i 2004. Hoveddelen

av overføringene ble investert i rentemarkedene, mens det i andre halvår også ble investert betydelige beløp i aksjemarkedene. Fordelingen av tilførselen til de to delporteføljene tar sikte på å opprettholde aksje- og renteandeler på 40 og 60 prosent i fondet. Dette fører til at fondet normalt kjøper mer av en aktivklasse som har falt i pris.

Overføringene gjennom året er basert på anslag for statens netto kontantstrøm fra petroleumsvirksomheten. Av-

Tabell 4: Avkastningen av Petroleumsfondets ordinære portefølje i prosent for hvert kvartal og for året 2004

	Avkastning målt i referanseporteføljens valutakurv		Avkastning målt i norske kroner		Meravkastning
	Faktisk portefølje	Referanseportefølje	Faktisk portefølje	Referanseportefølje	
Første kvartal	2,93	2,69	5,70	5,46	0,24
Andre kvartal	-0,15	-0,23	-0,26	-0,34	0,08
Tredje kvartal	1,42	1,44	-0,65	-0,63	-0,02
Oktober	1,01	1,01	-2,52	-2,53	0,01
November	1,58	1,48	0,02	-0,09	0,10
Desember	1,85	1,73	1,78	1,66	0,12
Fjerde kvartal	4,51	4,28	-0,77	-0,99	0,22
Året 2004	8,93	8,38	3,93	3,40	0,53

Utlån av verdipapirer

Norges Bank har inngått avtaler om utlån av verdipapirer. Dette er et ledd i vanlig porteføljeforvaltning. Formålet med slike avtaler er å oppnå en ekstra avkastning på verdipapirer som ligger deponert i Norges Banks depotinstitusjoner. Verdipapirer lånes ut mot en avgift til internasjonale banker og finansforetak. Som sikkerhet for slike utlån mottar Norges Bank kontanter eller rentebærende verdipapirer med høy kredittverdighet. Sikkerhet i form av kontanter reinvesteres med lav kredittrisiko etter nærmere avtalte retningslinjer.

Norges Bank har inngått en utlånsavtale for aksjer og rentepapirer med J.P. Morgan Chase Bank, og to utlånsavtaler for rentepapirer med State Street Bank & Trust og Dresdner Bank AG. Alle disse avtalene inneholder bestemmelser som sikrer Norges Banks interesser dersom låntakeren av verdipapirer ikke kan levere dem tilbake, og dersom den sikkerhet som er stilt for utlånet, ikke er tilstrekkelig til å dekke tapene.

I 2004 var Norges Banks inntekter på utlån av aksjer 212 millioner kroner. Bidraget til avkastningen var 5,6 basispunkter av aksjeforføljen.

Inntektene fra de to utlånsprogrammene for rentepapirer utgjorde til sammen 159 millioner kroner. Bidraget til avkastningen var 3,0 basispunkter av renteporteføljen. I tillegg er det inntekter fra øvrige utlånsaktiviteter på rentesiden på til sammen 7 millioner kroner.

vik mellom budsjettanslaget og endelig regnskap blir korrigerert i det påfølgende år. I 2003 ble det overført 2,5 milliarder kroner for lite, og dette tok Finansdepartementet hensyn til ved fastsetting av overføringene for 2004.

Petroleumsfondets ordinære portefølje (utenom Miljøfondet) hadde i 2004 en avkastning på 8,9 prosent målt i den valutakurven som defineres av landvektene i referanseporteføljen. I absolutt beløp var avkastningen målt i valutakurven på 82,2 milliarder kroner. Tabell 4 viser at avkastningen var svakt negativ i andre kvartal, og positiv i de tre øvrige kvartalene av året. Mer enn halvparten av årsavkastningen kom i fjerde kvartal. Siste kolonne i tabell 4 viser differansen mellom faktisk avkastning og avkastnin-

gen på referanseporteføljen. For hele året var meravkastningen på 0,53 prosentpoeng. I beløp utgjorde meravkastningen om lag 4,8 milliarder kroner.

Tabell 5 viser at både aksje- og renteforvaltningen bidro positivt til meravkastningen i 2004. På aksjesiden bidro den eksterne forvaltningen mest, men det var også et betydelig bidrag fra den interne aksjeforvaltningen. På rentesiden var det klart størst bidrag fra den interne forvaltningen, men det var også positivt bidrag fra den eksterne renteforvaltningen.

Brutto meravkastning er sammenlignbar med den meravkastning andre forvaltere rapporterer. Den gir imidlertid ikke uttrykk for Norges Banks netto bidrag til forvaltningsresultatet. Petrole-

Tabell 5: Bidragene til brutto meravkastning i 2004. Prosentpoeng

	Ekstern forvaltning	Intern forvaltning	Totalt	Meravkastning innen hver aktivaklasse
Aksjer	0,21	0,11	0,32	0,78
Renter	0,04	0,17	0,21	0,35
Sum Petroleumsfondet	0,25	0,28	0,53	

Tabell 6: Estimert netto verdiskaping ved aktiv forvaltning. Prosentpoeng

Brutto meravkastning	0,53
+Transaksjonskostnader ved indeksering	0,04
+Transaksjonskostnader ved innfasing	0,02
- Ekstra kostnader ved aktiv forvaltning	0,07
- Utlånsinntekter ved indeksforvaltning	0,03
= Verdiskaping ved aktiv forvaltning	0,49

umsfondet kunne ha vært forvaltet passivt, med en portefølje som hele tiden var svært lik referanseporteføljen. Norges Bank har i stedet valgt å drive aktiv forvaltning. Dette gir noe høyere kostnader, men også høyere forventet avkastning. Verdiskapingen ved aktiv forvaltning, som er beregnet i tabell 6, er et mål for hvilket netto bidrag dette valget har gitt til fondets avkastning i 2004.

Ved passiv indeksering av porteføljen ville Petroleumsfondet hatt et minimum av driftskostnader i forvaltningen. Normale driftskostnader ved indeksering kan beregnes på grunnlag av kostnader i en gruppe av sammenlignbare fond. For Petroleumsfondet er disse normale forvaltningskostnadene ved indeksering anslått til 0,04 prosent av totalporteføljen. I 2004 utgjorde totale forvaltningskostnader 0,11 prosent, det vil si at kostnader knyttet til aktiv forvaltning er estimert til 0,07 prosent.

Ved passiv indeksering ville det i tillegg til driftskostnadene ha påløpt transaksjonskostnader når innholdet av verdipapirer i referanseporteføljen endres. Normale transaksjonskostnader for å vedlikeholde indekseringen hvert år er estimert til om lag 0,04 prosent av totalporteføljen, jf. omtale i tidligere årsberetninger.

Ved estimering av netto verdiskaping må det også tas hensyn til kostnader knyttet til innfasing av nye midler i markedene. Fra og med tredje kvartal 2004 ble nye midler overført til Petroleumsfondet i form av kontanter. Når midlene blir investert i verdipapirer (aksjer og obligasjoner), vil en pådra seg både direkte og indirekte kostnader. Det finnes ingen

standard markedspraksis for å regne ut slike kostnader. Basert på enkelte forutsetninger og en forenklet modell som blant annet ikke inkluderer markeds-påvirkning ved kjøp av verdipapirer, har Norges Bank estimert innfasingskostnaden til om lag 152 millioner kroner i annet halvår 2004. Dette utgjorde 0,17 prosent av overføringsbeløpet på 89 milliarder kroner og 0,02 prosent av markedsverdiene til Petroleumsfondet. Det vises til egen temaartikkel for nærmere beskrivelse av beregningsmetoden.

På den annen side ville man også ved passiv forvaltning ha hatt en del utlånsinntekter fra verdipapirene i porteføljen. Inntektene fra utlån av verdipapirer utgjorde i 2004 0,04 prosent av totalporteføljen, hvorav anslagsvis 0,03 prosentpoeng også kunne kommet ved indeksforvaltning.

Hvis en tar hensyn til disse estimatene, er netto verdiskaping ved aktiv forvaltning i 2004 anslått til 0,49 prosentpoeng. I beløp utgjør det om lag 4,5 milliarder kroner.

Tabell 7 viser avkastningen av Petroleumsfondets totale portefølje i ulike valutaer. Medregnet Miljøfondet var avkastningen målt i valutakurven 8,94 prosent, mens den målt i kroner var 3,93 prosent. Forskjellen skyldes at valutakurven ble 5,0 prosent mindre verdt i norske kroner i løpet av 2004. Endring i kronens internasjonale verdi har ingen betydning for fondets internasjonale kjøpekraft. Regnet i euro var avkastningen på 5,94 prosent, mens avkastningen i dollar var på 14,16 prosent. Dette skyldes at dollaren svekket seg mot de fleste andre valutaer og særlig overfor euro i 2004.

Tabell 7: Avkastningen av Petroleumsfondets totale portefølje i prosent for 2004 målt mot ulike referansevalutaer

Avkastning målt mot:	Totalporteføljen (inkl. Miljøfondet)
Referanseporteføljens valutakurv	8,94
Importveid valutakurv	5,24
Amerikanske dollar	14,16
Euro	5,94
Norske kroner	3,93

Metodegrunnlag for avkastningsberegningene¹

Avkastningsberegningene følger internasjonale standarder. Avkastningen på Petroleumsfondets porteføljer beregnes etter markedsverdi prinsippet, det vil si at porteføljenes inngangs- og utgangsverdier verdsettes til de aktuelle markedspriser ved henholdsvis beregningsperiodens begynnelse og slutt. For å finne riktig pris på obligasjonsbeholdningen brukes prisene som blir brukt i referanseindeksen, Lehman Global Aggregate (LGA). Obligasjoner som er i Petroleumsfondets beholdning men ikke i referanseindeksen LGA, verdsettes med priser fra Bloomberg. I tillegg blir enkelte derivater priset av prisleverandøren Reech. På samme måte som for obligasjoner, blir aksjene i hovedsak priset med prisene som blir brukt i referanseindeksen, FTSE. I enkelte markeder brukes priser direkte fra de lokale børser, i tillegg til Bloomberg. I avkastningsberegningene er rentekostnader/-inntekter, aksjeutbytte, kildeskatt, beholdningsendringer og verdipapirprisendringer periodisert. Handledato benyttes ved periodisering av inngåtte, ikke oppgjorte transaksjoner. Avkastningen sammenlignes med avkastningen på den fastsatte referanseporteføljen. Differanseavkastningen framkommer som en aritmetisk differanse mellom den faktiske porteføljen og referanseporteføljen.

Innbetalinger til Petroleumsfondet og overføringer mellom aksje- og renteporteføljene i fondet gjøres normalt bare siste virkedag i hver måned. Avkastningen for hver måned kan da enkelt beregnes ved å se på endringene i markedsverdi. 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.

Avkastningen beregnes både i norske kroner og i lokal valuta. Den totale avkastningen i norske kroner beregnes på grunnlag av summer av markedsverdiene for alle enkeltvalutaer målt i norske kroner. WM/Reuters valutakurser² benyttes ved omregning fra lokal valuta til norske kroner.

Referanseporteføljens kroneavkastning beregnes som den geometriske differansen mellom avkastningen i norske kroner og lokal valuta, målt i referanseporteføljens valutafordeling. Den forteller 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, for eksempel i behandlingen av penge-markeds plasseringer og av ikke tilbakebetalt kildeskatt. Metoden gir også avvik fra regnskapets valutakursregulering. I regnskapet blir det dessuten foretatt avsetninger til dekning av godtgjøring til Norges Bank for forvaltningen av Petroleumsfondet.

¹ For en mer detaljert framstilling av avkastningsberegningene henvises det til "Forvaltning av Statens petroleumsfond. Årsrapport 1999 – Temaartikkel 2".

² WM/Reuter Closing Spot Rates, fastsettes klokken 16:00 London-tid.

Driftsoppgaver i forvaltningen av Petroleumsfondet

Driftsoppgavene kan i hovedsak deles i fire grupper:

- *Investering av nye midler i markedet.* I 2004 ble 138,2 milliarder kroner i nye midler investert i de internasjonale kapitalmarkedene. Norges Bank legger stor vekt på å holde transaksjonskostnadene ved disse kjøpene så lave som mulig, og bruker betydelige ressurser til denne oppgaven. Det vises til egen temaartikkel, som gir en nærmere omtale av regimet for innføring av nye midler og de transaksjonskostnader som er forbundet med dette. Som det fremgår av denne artikkelen, ble regimet endret fra tredje kvartal 2004. Med virkning fra 1. juli kommer disse overføringene fra Norges Banks valutareserver som kontanter, mot verdipapirer tidligere.
- *Løpende indeksering av porteføljen.* Forvaltningen av Petroleumsfondet foregår med en indeksporfølje i bunnen. Indeksporføljen skal hele tiden ligge svært nær den referanseporteføljen Finansdepartementet har definert, og som bygger på anerkjente aksje- og renteindekser. Det skjer stadig endringer i disse indeksene ved at selskaper og rentebærende verdipapirer går ut og inn. For å vedlikeholde indeksporføljen må disse endringene i hovedsak også gjøres i den faktiske porteføljen. Med den størrelsen Petroleumsfondets portefølje har, er det svært viktig å holde kostnadene ved denne indekseringen så lave som mulig. Indeksene følges ikke helt slavisk. Det drives en forsiktig aktiv forvaltning for å kunne utnytte gevinstmuligheter når det oppstår spesielle prisingssituasjoner. Dette kalles utvidet indeksering, og gir noe høyere driftskostnader enn passiv indeksering. Men det har også hittil gitt bedre avkastning.
- *Overføring av midler til nye forvaltere eller overtakelse av midler ved terminering av mandater.* Norges Bank bygger selv opp de porteføljer eksterne forvaltere skal ha, for å sikre at transaksjonskostnadene blir så lave som mulig, og for å kunne måle avkastningen på porteføljen fra første dag. Norges Bank overtar også porteføljer fra eksterne forvaltere straks mandater blir terminert, og sørger for omstrukturering av porteføljen til neste eksterne eller interne forvalter.
- *Administrasjon av porteføljen.* Den løpende administrasjonen av porteføljen inkluderer reinvestering av kontantstrømmer, oppfølging av selskaphendelser og ivaretagelse av eierrettigheter i aksjeforføljen, samt å følge opp forfall av rentekuponger og hovestol i obligasjonsporteføljen.

3. Renteforvaltningen

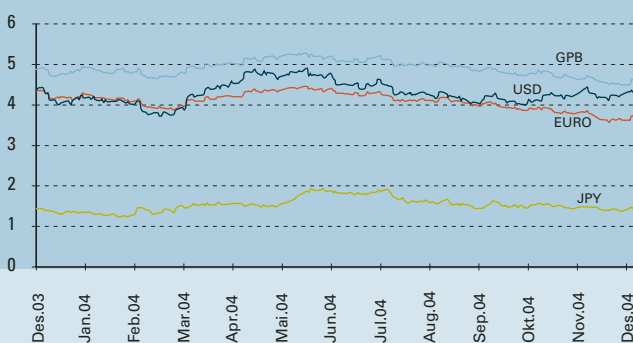
3.1 Utviklingen i rentemarkedene

Rentene på statspapirer med ti års løpetid falt med omlag 0,6 prosentpoeng i euroområdet, og med 0,2 prosentpoeng i Storbritannia i løpet av 2004. I USA og Japan var rentenivået på tiårs statspapirer omlag uendret året sett under ett. Figur 3 viser at tiårsrentene hadde en stigende utvikling i første del av året, mens de falt i andre halvår.

Figur 4 viser utviklingen i verdien på Lehman Global Aggregates statsobligasjonsindekser i 2004. I USA var avkastningen i 2004 på 3,5 prosent, i Europa på 7,4 prosent, og i Asia på 2,1 prosent.

Historisk har sterk prisoppgang i metaller, råolje, og matvarer vanligvis ført til økt inflasjon og høyere rentenivå. Dette har bare delvis skjedd i denne oppgangsfasen. Globalt er inflasjonen inklusive energi og mat høyere enn kjerneinflasjonen, dvs inflasjonen utenom disse to komponentene. Mange innsatsfaktorer til industrien og en del investeringsvarer har steget i pris som følge av høyere metall- og energipriser. Mye av dollarinntektene til asiatiske eksportører er blitt resirkulert i form av store kjøp av amerikanske statsobligasjoner. Denne stadige strømmen av investeringer til obligasjonsmarkedet har holdt langsiktige renter lavere enn de ellers ville vært i USA. Lave renter har bidratt til høyere boligpriser og økt privat konsum i USA.

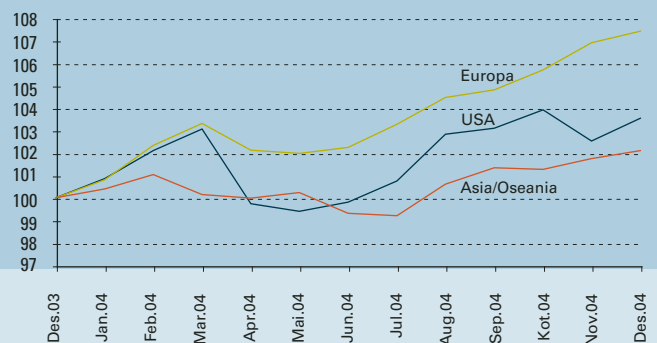
Mange markedsaktører er urolige for at handelsunderskuddet i USA allerede kan ha nådd et ikke opprettholdbart nivå. Dette har vært en av hovedfaktorene bak



Figur 3: Utviklingen i de viktigste rentemarkedene i 2004.

Rentene på tiårs statspapirer. Prosent pr. år

Kilde: JP Morgan



Figur 4: Verdiutviklingen på Lehman Global Aggregates statsobligasjonsindekser i hovedmarkedene i 2004 (31.12.2003 = 100)

Kilde: Lehman Live

svekkelsen av den amerikanske dollaren i 2004. Figur 5 viser at amerikanske dollar svekket seg med om lag 8 prosent mot euro 2004 sett under ett.

Dollarsvekkelsen har ikke bidratt til å endre de fundamentale handelsstrømmene i særlig grad. Handelsunderskuddet i USA har fortsatt å vokse, spesielt mot Kina, som har en fast valutakurs mot USD. Svekkelsen av USD det siste halve året har derfor bidratt til å øke Kinas konkurransevne mot de fleste andre land enn USA. Styrkingen av euroen har ikke rammet eksporten fra Europa i særlig grad ennå.

Fleire sentralbanker hevet signalrentene i løpet av 2004. Storbritannia og Australia var først ute, og Federal Reserve i USA hevet rentene fra et nivå på 1 prosent i juni til 2,25 prosent ved slutten av året. Begrunnelsene for rentehevingene har vært noe forskjellig. Boligprisene har steget ekstraordinært i Storbritannia og Australia og har dermed bidratt til raskere rentehevinger i disse landene. Boligprisene i USA har også steget, særlig dersom en korrigerer for den lave prisstigningen for øvrig. Rentenivået i USA har dessuten vært ekstraordinært lavt, og rentehevingene i år må derfor i stor grad sees på som en normalisering av Rentenivået.

Rentedifferansen mellom kreditt- og statspapirer er blitt betydelig redusert siden siste halvdel av 2002. Denne utviklingen fortsatte i annet halvår 2004 (jf. figur 6). Dette har sammenheng med at bedriftene har hatt solide overskudd, som er benyttet til å nedbetale gjeld.

Eksterne renteforvaltere pr 31.12.2004

Ved utgangen av året forvaltet 16 eksterne renteforvaltere med 21 mandater en forvaltningskapital på til sammen 58 milliarder kroner.

- Bridgewater Associates Inc
- Morgan Stanley Investment Management
- Pareto Partners
- Daiwa SB Investments (UK) Ltd
- Nomura Asset Management U.K. Ltd
- Insight Investment Management (Global) Limited
- PanAgora Asset Management Inc.
- Smith Breeden Associates Inc
- Delaware Investment Advisers
- European Credit Management Limited
- Hyperion Capital Management Inc.
- Lincoln Capital Management Company
- Merrill Lynch Investment Management
- Putnam Advisory Company LLC
- State Street Global Advisors
- TCW Asset Management Company

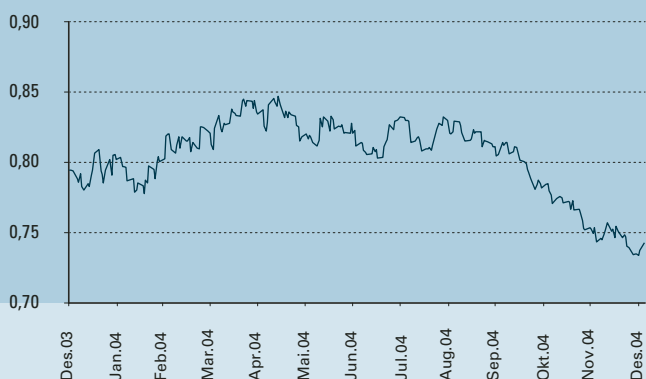
Lavere gjeldsgrad og lavere rentenivå har bedret bedriftenes soliditet, noe som bidrar til lavere renteforskjeller mellom kreditt- og statspapirer. I tillegg har etterspørselen etter kredittobligasjoner vært økende som følge av generelt lavt rentenivå.

Figur 7 viser hvordan bidragene til renteavkastningen regnet mot valutakurven fordelte seg på de valutaer som Petroleumsfondets midler investeres i. Det klart største positive bidraget kom fra investeringene i eurolandene og Storbritannia. Bidragene fra de øvrige valutaområdene var små. Det negative bidraget fra investeringer i amerikanske dollar skyldes særlig at den valutaen har falt i

verdi mot de øvrige valutaene i kurven.

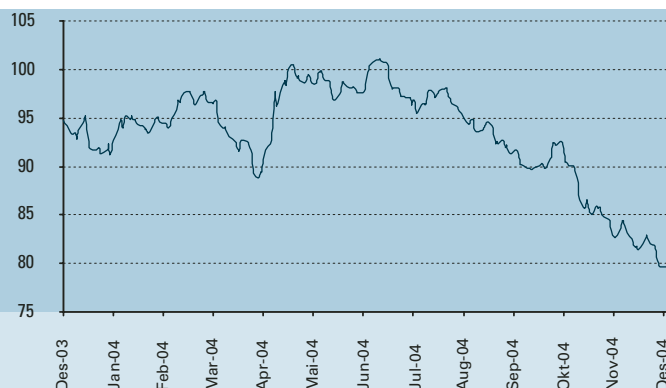
Figur 8 viser avkastningen i rentemarkedene hvert år siden 1980. I denne perioden var avkastningen i gjennomsnitt 9,0 prosent pr. år. Avkastningen i 2004 var 5,7 prosent.

Tidlig i 1980-årene var det uvanlig høye inflasjonsrater og rentenivåer. De seneste årene har vært preget av et mye lavere nivå både på inflasjon og renter, noe som forklarer at den nominelle avkastningen på rentepapirer har vært lavere de siste årene enn hva som var tilfelle tidlig i perioden.



Figur 5: Utviklingen i valutakursen (spot) mellom USD og EUR i 2004

Kilde: Bloomberg



Figur 6: Differansen mellom renten på kreditt*- og statspapirer (kredittpreaden) i USA 2004. Basispunkter

* Selskapspapirer med kredittrating AAA fra Standard&Poor's

Kilde: Lehman Live

Tabell 8: Renteavkastningen i prosent for hvert kvartal og for året 2004

	Målt i referanseporteføljens valutakurv		Målt i norske kroner		
	Faktisk portefølje	Referanseportefølje	Faktisk portefølje	Referanseportefølje	Meravkastning
Første kvartal	2,24	2,18	5,00	4,93	0,06
Andre kvartal	-1,59	-1,69	-1,70	-1,80	0,10
Tredje kvartal	3,12	3,04	1,01	0,94	0,07
Fjerde kvartal	2,26	2,14	-2,90	-3,02	0,12
Året 2004	6,10	5,73	1,23	0,87	0,35

3.2 Gjennomføringen av renteforvaltningen

Markedsverdien av Petroleumsfondets renteportefølje steg fra 484 milliarder kroner til 600 milliarder i 2004. I løpet av året ble porteføljen tilført 112 milliarder kroner i nye midler. Positiv avkastning i rentemarkedene bidrog med 34 milliarder kroner, mens en sterkere norsk krone i forhold til investeringsvalutaene bidrog til å redusere verdien på renteporteføljen med 30 milliarder kroner.

Ved utgangen av 2004 var om lag 90 prosent av renteporteføljen forvaltet internt i Norges Bank. Forvaltningen er delt mellom to hovedområder. På den ene siden arbeides det med indeksering og med aktiv forvaltning som er direkte relatert til indekseringsoppgaven. Slik utvidet indeksering har som mål å vedlikeholde en portefølje som ligger svært nær referanseporteføljen, og samtidig utnytte spesielle prisingsituasjoner til å oppnå meravkastning. Indekseringen utføres i tre delporteføljer, for henholdsvis

statsgaranterte rentepapirer, rentepapirer utstedt av private selskaper og pantsikrede rentepapirer. De tre delporteføljene indekseres internt, med unntak for pantsikrede rentepapirer i USA, som forvaltes eksternt.

På den andre siden arbeides det med aktiv forvaltning i mer tradisjonell forstand, med posisjoner som søker å utnytte systematiske forskjeller i pris mellom rentepapirer med nesten helt like egenskaper, eller med posisjoner som vil gi meravkastning dersom rentekurvene eller valutakurser endres i bestemte retninger. Den aktive renteforvaltningen utføres av både interne og eksterne forvaltere.

Tabell 8 viser at renteporteføljen i 2004 hadde en avkastning på 6,10 prosent målt i fondets valutakurv. Det var negativ avkastning i andre kvartal, mens det var positiv avkastning i de øvrige kvartalene.

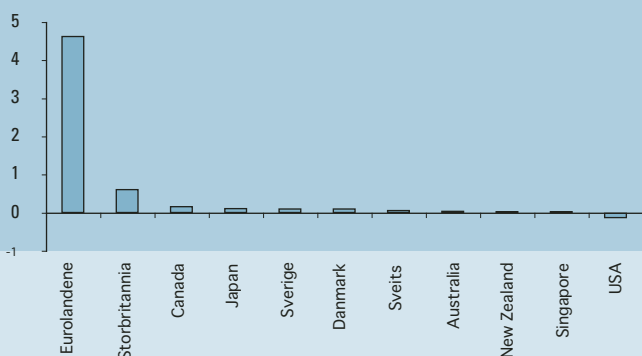
Forvaltningen gav meravkastning i hvert kvartal i 2004. Samlet ble merav-

kastningen på renteporteføljen 0,35 prosentpoeng høyere enn referanseavkastningen. Om lag 20 prosent av meravkastningen kom fra eksternt forvaltning, mens om lag 80 prosent kom fra den interne forvaltningen i Norges Bank.

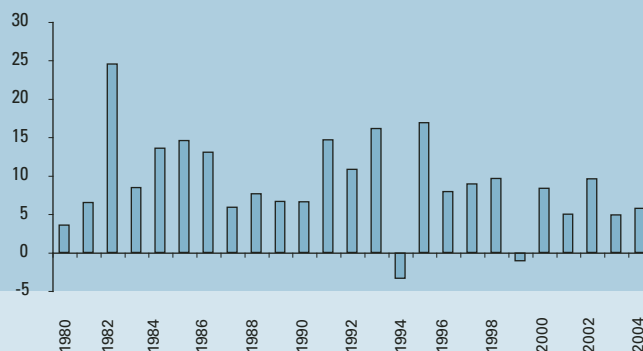
Oversikten nedenfor viser informasjonsraten fordelt på intern og eksternt renteforvaltning.

	Intern	Eksternt
2004	3,58	1,67
2002-2004	1,88	2,56

Avkastningstallet inneholder inntekter fra utlån av rentebærende verdipapirer med 159 millioner kroner, som utgjør 0,03 prosent av den gjennomsnittlige renteporteføljen. Tallet er ikke korrigert for transaksjonskostnader i forbindelse med indeksering av porteføljen, og kostnader ved investering av tilførte midler i markedene.



Figur 7: De enkelte lands bidrag til renteavkastningen målt i prosent mot valutakurven i 2004



Figur 8: Avkastning i rentemarkedene 1980-2004 med Petroleumsfondets referanseportefølje og målt i prosent mot valutakurven. Prosent pr. år

4. Aksjeforvaltningen

4.1 Utviklingen i aksjemarkedene

Kursoppgangen i verdens aksjemarkeder som startet våren 2003, fortsatte gjennom 2004. Avkastningen på Petroleumsfondets referanseportefølje ble på 12,2 prosent i 2004 mot 22,3 prosent i 2003. Kursoppgangen var særlig sterk i første og i fjerde kvartal. For året sett under ett var det en oppgang på mellom 10 og 13 prosent i alle hovedregionene, jf. figur 9.

Figur 10 viser kursutviklingen i en del utviklingsmarkeder som inngår i land-universet til Petroleumsfondet. Aksjemarkedene i Sør-Afrika og Mexico hadde en svært sterk utvikling, med en avkastning på om lag 55 prosent i 2004. FTSE-indeksene for Brasil, Korea og Taiwan steg med henholdsvis 40, 27, og 14 prosent.

Aksjemarkedene i de såkalte fremvoksende markeder er ofte sterkt eksponert mot få selskaper som gjerne opererer innenfor råvare- eller finanssektoren. Sterk etterspørsel spesielt fra Kina og andre asiatiske land etter korn, bomull, jernmalm, kull, stål og andre varer i denne kategorien har bidratt til vekst i land som Brasil, Sør-Afrika, Mexico, Korea, Taiwan, Russland og Malaysia. En bedret utenriksbalanse har sammen med sterkere skatteinngang bidratt til å holde valutaene og rentene relativt stabile i mange av disse landene. Aksjemarkedene i de fleste av disse landene har derfor gjort det bedre enn aksjemarkedene i industrilandene.

Den sterke veksten i verdensøkonomien som begynte våren 2003, fortsatte inn i 2004. Etterspørselen etter olje, metaller og andre råvarer har vært drevet av en sterk produksjonsøkning i Asia, og

spesielt i Kina. Produksjonen av disse råvarene har ikke holdt tritt med etterspørselsøkningen og prisene på denne type produkter har derfor steget.

For mange bedrifter har utviklingen i verdensøkonomien virket meget positivt inn på inntjening og på aksjekursutviklingen. Aksjekursene for oljeselskaper har steget i takt med økte oljepriser i 2004. Gruveselskaper har nytt godt av prisoppgang på malm som skal smeltes om til stål og andre metaller. Totalt steg aksjene i råvaregruppen hele 21 prosent regnet i Petroleumsfondets valutakurv. Olje og gass, som er den største av disse gruppene, steg med hele 23 prosent. Aksjekursene for selskaper innenfor prosessindustrien, som består av produ-

senter av kjemikalier, byggematerialer og papirprodukter samt stål og andre metaller, har også steget kraftig i løpet av 2004 som følge av bedre priser på de aller fleste produkter innenfor denne sektoren.

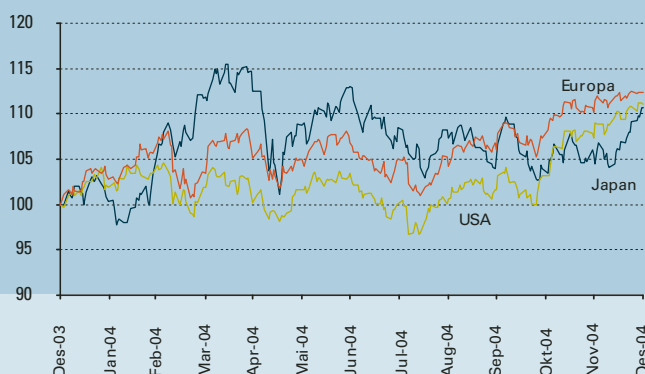
Bedre inntjening og mer investeringer i ny produksjonskapasitet i næringer som gruvedrift, landbruk, boligbygging, bilproduksjon og utvidelse av generell infrastruktur spesielt i Asia, har øket prisene på mange typer investeringsvarer som bedriftene innenfor sektoren generell industri produserer. Aksjer innenfor sektoren konjunkturfølsomme varer som består av bil- og bildeleprodusenter, samt husholdningsvarer og tekstiler, har også steget i kurs i løpet av året.

Sektoren ikke-konjunkturfølsomme

Tabell 9: Avkastningen på FTSEs verdensindeks for aksjer i 2004, målt i prosent mot amerikanske dollar og mot Petroleumsfondets valutakurv

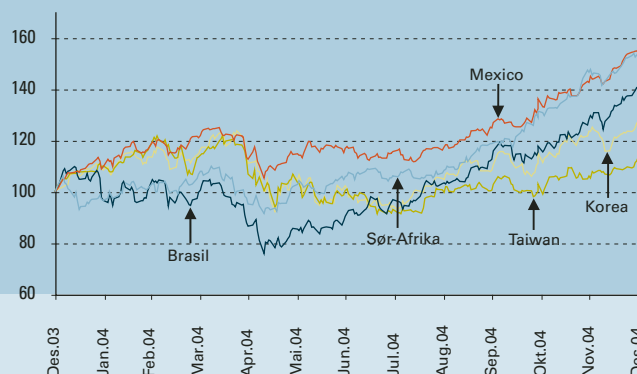
Sektorer	USD	Valutakurv
Råvarer	27,07	21,25
-derav olje og gass	29,10	23,19
Prosessindustri	22,36	16,76
Generell industri	18,47	13,05
Konjunkturfølsomme varer	13,65	8,45
Ikke-konjunkturfølsomme varer	9,17	4,17
-derav farmasi og bioteknologi	1,99	-2,67
Konjunkturfølsomme tjenester	15,70	10,41
- derav detaljhandel	17,71	12,32
- derav medier og foto	6,56	1,68
Ikke-konjunkturfølsomme tjenester	19,48	14,02
- derav telekommunikasjon	21,22	15,67
Energi og vannforsyning	29,92	23,97
Finansielle tjenester	19,10	13,65
- derav banker	19,67	14,20
- derav forsikringsselskaper	10,89	5,81
- derav finansinstitusjoner	16,02	10,71
Informasjonsteknologi	2,31	-2,38
- derav IT maskinvare	-2,58	-7,04
- derav programvare og tjenester	11,24	6,15

Kilde: FTSE



Figur 9: Verdiutviklingen på FTSEs aksjeindeks i hoved-markedene i 2004 (31.12.03=100)

Kilde: FTSE



Figur 10: Verdiutviklingen på FTSEs aksjeindeks i de utviklingsmarkeder der Petroleumsfondet investerte i 2004, målt mot amerikanske dollar

Kilde: FTSE

varer utgjør en stor del av referanseporteføljen og består av mat og drikke, helse og kosmetikk, samt medisinprodusenter. Veksten i verdensøkonomien har vært positiv for selskaper innenfor denne sektoren, spesielt i fremvoksende markeder der salgsveksten er sterkere og mer følsom for svingninger i verdensøkonomien.

Aksjekursene til de store farmasi-selskapene falt i 2004. En viktig grunn til dette er at patentrettighetene for en rekke viktige medisiner er i ferd med å gå ut. Inntektene fra denne type medisiner faller bort ettersom kopimedisiner fra billigprodusenter raskt tar over for disse. Det har også vært oppdaget svakheter ved viktige inntektsbringende medisiner, noe som har ført til mindre bruk og i enkelte tilfeller tilbaketrekking av produkter. Myndighetene i USA har også innledet etterforskning mht. til testprosedyrer i de store selskapene. Kostnadene ved denne type erstatninger kan være meget høye i USA.

Tabell 9 viser at det i 2004 var positiv utvikling i de fleste hovedsektorer. Energi og vannforsyning og råvareproduksjon hadde den sterkeste utviklingen, mens sektorer for informasjonsteknologi og ikke-konjunkturfølsomme varer hadde en svakere utvikling.

Figur 11 illustrerer den betydning sektorene teknologi, medier og telekommunikasjon (TMT-sektorene) har hatt for aksjeindeksene de siste seks årene. Disse sektorene hadde sterk kursstigning fra 1999 og frem til forsommeren 2000. Deretter falt aksjekursene i TMT-sektorene sterkere. Aksjekursene i TMT-

Eksterne aksjeforvaltere pr 31.12.2004

Ved utgangen av året forvaltet 19 ulike eksterne aksjeforvaltere med 44 ulike mandater midler tilsvarende til sammen 179 milliarder kroner.

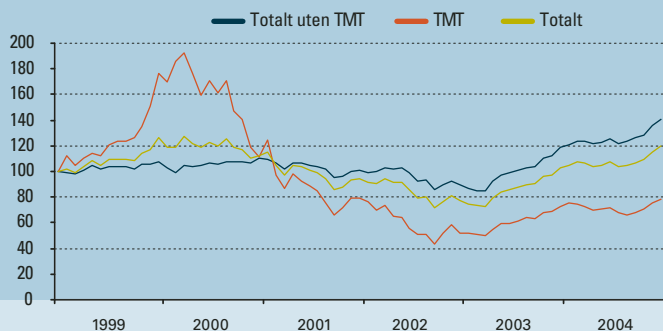
Mandater i geografiske regioner:

- Alpha Investment Management Pty Ltd.
- BlackRock International Ltd.
- Capital International Ltd.
- Fidelity Pensions Management
- Gartmore Investment Management PLC
- JP Morgan Investment Management Inc
- Legg Mason Capital Management Inc
- NewSmith Asset Management LLP.
- Primecap Management Company
- Schroder Investment Management Ltd.
- Sparx Asset Management Co. Ltd.
- T Rowe Price Associates Inc.
- Wellington Management Company PLC

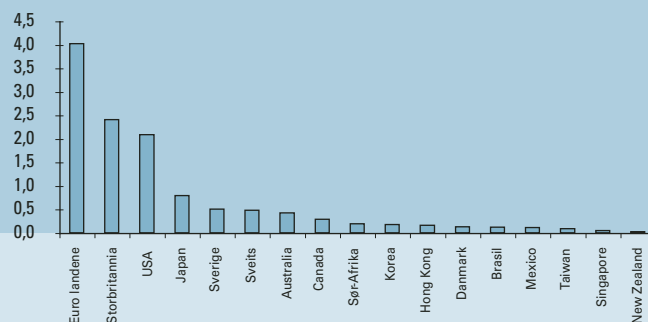
Mandater i næringssektorer:

- Alliance Capital Management LP
- Columbus Circle Investors
- Deutsche Asset Management Ltd.
- Fidelity Pensions Management
- Gartmore Investment Management PLC
- OrbiMed Capital LLC
- Schroder Investment Management
- Sector Asset Management ASA
- T Rowe Price Associates Inc.
- Wellington Management Company PLC
- WH Reaves & Co, Inc.

Alle de eksterne aksjemandatene er aktive med mål om høyest mulig avkastning i forhold til en referanseportefølje. Det er definert egne referanseporteføljer og risikorammer for hvert forvaltningsmandat. De regionale mandatene har referanseporteføljer som består av de bedrifter som inngår i FTSE-indeksen i en geografisk region, for eksempel Kontinental-Europa, Storbritannia, USA og Japan. Sektormandatene har referanseporteføljer innenfor næringssektorene finans, teknologi, helse, farmasi, energi, olje og gass, gruvedrift, kraft og vannforsyning og kapitalvarer.



Figur 11: FTSE global aksjeindeks 1998-2004: Totalt og sektorene teknologi, medier og telekommunikasjon (TMT) (31.12.1998=100)



Figur 12: De enkelte lands bidrag til aksjeavkastningen målt i prosent mot valutakurven i 2004

Tabell 10: Avkastningen i Petroleumsfondets ordinære aksjportefølje i prosent for hvert kvartal og for året 2004

	Avkastning målt i referanseporteføljens valutakurv		Avkastning målt i norske kroner		
	Faktisk portefølje	Referanseportefølje	Faktisk portefølje	Referanseportefølje	Meravkastning
Første kvartal	3,83	3,36	6,62	6,14	0,48
Andre kvartal	1,87	1,82	1,76	1,71	0,05
Tredje kvartal	-0,99	-0,84	-3,01	-2,86	-0,15
Fjerde kvartal	7,90	7,49	2,45	2,06	0,39
Året 2004	13,00	12,19	7,81	7,04	0,78

sektorene har hatt en utvikling på linje med de øvrige sektorene i FTSEs verdensindeks i løpet av 2004.

Figur 12 viser de ulike markedenes bidrag til Petroleumsfondets aksjeavkastning i 2004, regnet mot valutakurven. De største positive bidragene kom fra euro-landene og Storbritannia. USA bidro også sterkt, selv om den svake utviklingen av dollaren mot de andre valutaene i kurven bidro til å trekke ned bidraget fra USA.

Figur 13 viser avkastningen i aksjemarkedet hvert år siden 1980. I denne perioden var avkastningen i gjennomsnitt 14,3 prosent pr. år. Avkastningen i 2004 på 12,3 prosent var noe lavere enn gjennomsnittet.

4.2 Gjennomføringen av aksjeforvaltningen

Markedsverdien av Petroleumsfondets aksjportefølje steg i 2004 fra 360 milliarder kroner til 416 milliarder ved slutten av året. Økningen kom som følge av meget god avkastning i aksjemarkedene og at aksjporteføljen fikk tilført 26 milliarder kroner i nye midler gjennom året. En sterkere kronekurs i forhold til investerings-

valutaene bidro til å redusere verdien med om lag 19 milliarder kroner.

Andelen av aksjporteføljen som forvaltes av eksterne, var ved utgangen av året på 43 prosent. For alle de eksterne mandatene er målsetningen å oppnå høyest mulig avkastning i forhold til en gitt referanseindeks. Norges Bank har i økende grad delt ut spesialistmandater som er avgrenset til mindre deler av investeringsuniverset. Eksterne forvaltere står for ca. 74 prosent av risikotakingen i aksjporteføljen.

All indeksering av aksjporteføljen gjøres internt i Norges Bank. Hensikten er dels å oppnå lavere forvaltningskostnader, dels å utnytte mulighetene for meravkastning bedre ved at alle indeksporteføljer nå forvaltes med mer aktive strategier (utvidet indeksering).

Ved utgangen av året ble 237 milliarder kroner av aksjporteføljen forvaltet internt. Av dette var 43 prosent i aktive porteføljer. De øvrige midlene var i indeksporteføljer med forsiktig bruk av aktive strategier med sikte på å utnytte spesielle prisingssituasjoner i markedene til å oppnå meravkastning (utvidet indeksering) samt transisjonsporteføljer i på-

vente av tilførsler til forvaltere internt eller eksternt.

Tabell 10 viser at Petroleumsfondets ordinære aksjportefølje i 2004 hadde en avkastning på 13,00 prosent målt i fondets valutakurv. Avkastningen var negativ i tredje kvartal og positiv i de tre øvrige kvartalene av året. Dette gjenspeiler langt på vei de generelle kursbevegelsene i aksjemarkedene gjennom året.

Den faktiske avkastningen på aksjporteføljen var 0,78 prosentpoeng høyere enn referanseavkastningen. Om lag 66 prosent av bidraget til meravkastningen kom fra eksternt forvaltning, mens 34 prosent kom fra den interne forvaltningen i Norges Bank. Sett i forhold til den aktive risikoen var imidlertid bidraget fra internforvaltningen høyere. I disse tallene er det ikke tatt hensyn til at den interne forvaltningen belastes transaksjonskostnader ved omstrukturering av porteføljer til eksterne forvaltere.

Overføringer mellom ulike delporteføljer i aksjeforvaltningen i 2004

Overføringer ("transitions") mellom ulike porteføljer foretas når et mandat skal tilføres nye midler, når det skal inndras midler fra et mandat, eller når det ellers er behov for endringer i porteføljestrukturen. I 2004 gjennomførte Norges Bank 50 slike overføringer på til sammen 142,8 milliarder kroner innenfor Petroleumsfondets aksjportefølje.

31 overføringer på til sammen 78,1 milliarder kroner invol-

verte eksterne forvaltere, mens 19 overføringer på til sammen 64,7 milliarder kroner var mellom interne delporteføljer. I gjennomsnitt kostet disse overføringene om lag 0,365 prosent eller 36,5 basispunkter av overført beløp. I tillegg kom kostnader ved tilførsler av nye midler til aksjporteføljen. Alle disse kostnadene er inkludert ved beregning av meravkastningstillene i tabell 10.

Tabell 11: Avkastningen i Miljøfondet i 2004. Prosent

	Avkastning målt i referanseporteføljens valutakurv		Avkastning målt i norske kroner		
	Faktisk portefølje	Referanseportefølje	Faktisk portefølje	Referanseportefølje	Meravkastning
Første kvartal	4,14	4,13	6,94	6,93	0,01
Andre kvartal	1,45	1,47	1,34	1,36	-0,02
Tredje kvartal	-1,59	-1,59	-3,59	-3,60	0,00
Fjerde kvartal	4,54	4,54	-0,67	-0,68	0,01
Året 2004	8,70	8,70	3,77	3,78	-0,01
Memo: Ordinær referanse med landvekter som i Miljøfondet		9,24		4,29	-0,51 (Miljøfondets referanseavkastning minus ordinær referanseavkastning)

Det særskilte Miljøfondet ble nedlagt 1. desember 2004 og midlene overført til den ordinære aksjeporteføljen. Dette fondet ble forvaltet som en ren indeksportefølje. Miljøfondet hadde i 2004 (t.o.m. november) en avkastning på 8,7 prosent målt i fondets valutakurv, se tabell 11. Dette var 0,01 prosentpoeng lavere enn fondets referanseavkastning. Referanseavkastningen på Miljøfondet var i sin tur 0,51 prosentpoeng lavere enn avkastningen på en sammenlignbar referanseportefølje der ingen selskaper er tatt ut etter miljøkriterier. Dette er i hovedsak en konsekvens av at TMT-sektorene (teknologi, medier og telekommunikasjon), som utgjorde en større andel av Miljøfondet, har hatt svakere kursutvikling enn de tradisjonelle sektorene, se omtalen av markedsutviklingen foran. Siden Miljøfondet ble opprettet i januar 2001 og frem til nedleggelsen var referanseavkastningen 2,43 prosent lavere enn på en tilsvarende aksjeindeks uten anvendelse av miljøkriterier.

4.3 Utøvelse av eierskap

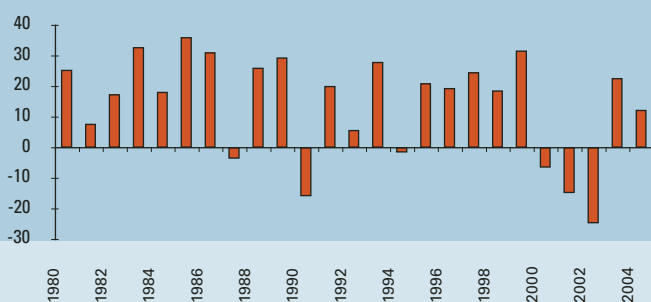
Utgangspunktet for utøvelse av eierskap er å ivareta de finansielle interessene til Petroleumsfondet. Norges Bank har utformet prinsipper for utøvelse av eierskap i samsvar med krav gitt av Finansdepartementet. Disse er omtalt i en egen ramme i avsnitt 1. For de internt forvaltede midlene har Norges Bank utøvd stemmeretten siden begynnelsen av 2003. De eksterne forvalterne har utøvd stemmerett for de midlene har forvaltet på vegne av Petroleumsfondet siden 1999.

For de internt forvaltede midlene fatter Norges Bank selv beslutninger om stemmegivning. Norges Bank kjøper bakgrunnsinformasjon om de ulike sakene, analyser av forhold rundt det enkelte vedtaksforslag, samt tilgang til stemmeplattformen fra det amerikanske selskapet Institutional Shareholder Services (ISS). ISS er et selskap som spesialiserer seg på å gi investorer løpende informasjon om saker som skal behandles på generalforsamlinger i et stort antall aksjeselskaper over hele verden.

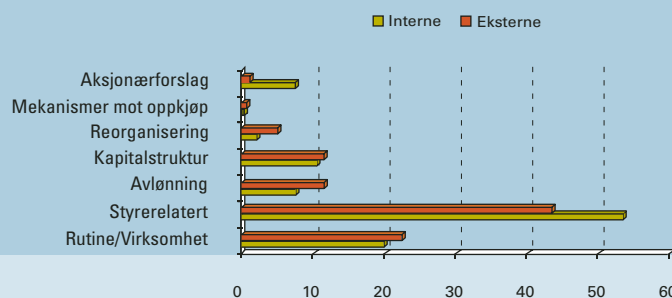
Norges Bank har i oppstartfasen konsentrert eierskapsutøvelsen om de største selskapene i porteføljen. Årsaken er at det har vært et mål å fokusere på de selskapene som er viktigst for fondets verdier, og ikke å stemme på flest mulig saker. Det er imidlertid slik at dersom man velger å stemme på en sak på en generalforsamling, må man stemme på alle sakene på agendaen.

For den internt forvaltede delen av porteføljen har Norges Bank i 2004 stemt på 132 generalforsamlinger og i 1 541 saker. De eksterne forvalterne har stemt på 584 generalforsamlinger og 8 179 saker.

For de interne porteføljene var vel 80 prosent av stemmegivningen knyttet til amerikanske og europeiske selskaper, mens asiatiske selskaper var gjenstand for mer enn 50 prosent av stemmegivningen fra de eksterne forvalterne. En viktig årsak til denne forskjellen er at man for de interne porteføljene har konsentrert aktiviteten rundt de største selskapene, som i hovedsak er amerikanske og europeiske. De eksterne forvalterne



Figur 13: Avkastning i aksjemarkedene 1980-2004 med aksjeforvaltningens referanseportefølje, målt i prosent mot Petroleumsfondets valutakurv



Figur 14: Stemmegivning 2004 (Prosent) / Type saker

har en annen og mer spesialisert porteføljesammensetning, noe som er gjen-speilet i stemmegivningen.

De ulike sakene som er til avstemning på generalforsamling, kan deles i syv kategorier som vist i figur 14. Forslag blir i hovedsak fremmet av ledelsen, men også aksjonærer kan fremme saker til generalforsamling, jf. den første kategorien "aksjonærforslag". I kategorien "Mekanismer mot oppkjøp" kommer saker knyttet til ulike type hindre et selskap kan innføre for å gjøre det vanskeligere for et annet selskap å kjøpe opp selskapet. Kategorien "reorganisering" inneholder blant annet forslag om generalforsamlingens godkjenning av oppkjøp og sammenslåinger. Forslag om autorisasjon til å utstede aksjer og til å ta opp gjeld er inkludert i "kapitalisering". Forslag om avlønningsplaner i form av egenkapitalinstrumenter, samt eventuelle endringer i disse, kommer i kategorien "avlønning". "Styrerelatert" inneholder saker rundt valg av styremedlemmer og andre forslag knyttet til styrets struktur. I kategorien "rutine/virksomhet" inngår blant annet forslag knyttet til vedtektsendringer, godkjenning av regnskap og foreslått utbytte.

Det er en viss forskjell i fordelingen på type saker Norges Bank og de eksterne forvalterne har stemt på. De eksterne forvalterne stemte i større grad på saker relatert til avlønning og reorganisering, mens de i mindre grad stemte på aksjonærforslag og styrerelaterte saker.

Disse forskjellene har blant annet sammenheng med ulik regionfordeling i stemmegivningen (jf. omtale ovenfor). Videre er det i noen land vanlig å fremme flere saker i ett enkelt agenda-punkt, mens man i andre land fremmer de enkelte sakene hver for seg. I USA fremmes for eksempel normalt alle styrekandidatene i separate saker, mens man i svært mange av de europeiske landene fremmer alle styrekandidatene i en sak. Antall styrerelaterte saker "blåses" dermed opp for de interne porteføljene i forhold til de eksterne porteføljene som følge av at andelen amerikanske selska-

per er større for de interne porteføljene. Tilsvarende er det vanligere med aksjonærforslag i USA.

Ved stemmegivning kan man velge å stemme for, mot eller å være avholden til enkeltforslag. Sakene det stemmes på er i hovedsak fremmet av selskapsledelsen. Aksjonærforslag har ofte ikke ledelsens støtte, og å stemme for et slikt forslag er i prinsippet det samme som å stemme imot ledelsen. Tabell 12 viser i hvilke type saker Norges Bank og de eksterne forvalterne har stemt.

Det er noen forskjeller mellom stemmegivningen for internforvaltningen og eksterneforvaltningen. Eksempelvis var andelen saker der de eksterne forvalterne stemte mot ledelsen 4 prosent, mot 18 prosent for internforvaltningen. Videre er det i internforvaltningen stemt for en større andel aksjonærforslag. Dette kan ha sammenheng med at de fleste aksjonærforslag er i USA, der den interne stemmeaktiviteten har vært større enn den eksterne.

De tilfellene der Norges Bank stemte i mot ledelsens forslag, dreide seg blant annet om:

- *Rutine/virksomhet*: I flere japanske selskaper stemte Norges Bank mot foreslått revisor på grunn av manglende uavhengighet. Det ble stemt mot forslag om å fjerne aksjonærers mulighet

til å sentrere alle sine stemmer om en styrekandidat (kumulativ stemmegivning).

- *Styrerelatert*: I en rekke amerikanske og japanske selskaper ble det stemt imot valg av styremedlemmer. Begrunnelsen var at uavhengige eksterne styremedlemmer ikke var i flertall, og at viktige styrekomiteer (nominasjon, avlønning og revisjon) ikke kun bestod av uavhengige styremedlemmer. For noen amerikanske selskaper ble det stemt imot gjenvalg av styreformann fordi denne også var administrerende direktør i selskapet. Det ble også stemt imot gjenvalg av styremedlemmer som ikke hadde deltatt tilstrekkelig i styrets arbeid uten at dette var begrunnet, samt imot styremedlemmer som sitter i et stort antall styrer, slik at ikke tilstrekkelige ressurser er brukt på styrearbeid i det aktuelle selskapet. I et par tilfeller ble det stemt imot gjenvalg av styremedlemmer fordi disse i flere år har neglisjert aksjonærforslag om å fjerne såkalte "poison pills". Forslagene har vært fremmet flere år på rad og fått støtte av en majoritet av generalforsamlingen.
- *Avlønning*: De fleste av sakene knyttet til avlønning der Norges Bank stemte imot styrets forslag, var knyttet til op-

Tabell 12: Stemmegivning 2004. Antall saker

Norges Bank	Totalt	For	Avholden	Mot	Mot ledelsen
Rutine/virksomhet	20 % 302	285	11	6	17
Styrerelatert	53 % 823	637	71	115	187
Avlønning	7 % 114	90	5	19	24
Kapitalstruktur	10 % 158	154	1	3	4
Reorganisering	2 % 26	24	1	1	2
Mekanismer mot oppkjøp	0 % 2	2	0	0	0
Aksjonærforslag	8 % 116	45	0	71	46
	1541	1237	89	215	280
		80 %	6 %	14 %	18 %
Eksterne	Totalt	For	Avholden	Mot	Mot
Rutine/virksomhet	22 % 1834	1 796	22	16	37
Styrerelatert	44 % 3559	3 438	16	68	120
Avlønning	17 % 1358	1 271	21	66	87
Kapitalisering	12 % 958	904	4	50	54
Reorganisering	5 % 372	361	4	7	11
Mekanismer mot oppkjøp	0 % 17	2	0	15	15
Aksjonærforslag	1 % 81	23	15	43	39
	8179	7 795	82	265	363
		95 %	1 %	3 %	4 %

5. Risiko

sjonsplaner. Norges Bank stemte blant annet imot opsjonsplaner som var knyttet til historiske resultater. Det ble også stemt imot avlønningsplaner der informasjonsgrunnlaget var mangelfullt.

- *Kapitalstruktur:* Norges Bank stemte imot forslag til aksjeutvidelse som innebar en vesentlig utvanning av eksisterende aksjonærens eierandel. Forslag om tilbakekjøp av aksjer der tilbudet bare gikk til en del av aksjonærene ble ikke støttet, og Norges Bank støttet heller ikke forslag om utstedelse av rettigheiter som bare gikk til aksjonærer som hadde eid aksjene i mer enn 2 år. Det ble også stemt mot forslag om utbyttebetaling som ble ansett som for lav i forhold til inntjening.
- *Mekanismer mot oppkjøp:* Norges Bank stemte imot forslag om å gi styret en blankofullmakt til å utstede aksjer ved potensielle oppkjøpstilbud, såkalt ”poison pill”, som gjør det mindre attraktivt å kjøpe opp et selskap.
- *Aksjonærforslag:* Det ble stemt for forslag om lik stemmerett for alle aksjer, at styreformann ikke kan være samme person som administrerende direktør, at generalforsamlingen må godkjenne eventuelle mekanismer mot oppkjøp, at aksjonærer kan fremme styrekandidater under gitte forutsetninger, at opsjoner må kostnadsføres, at det må være majoritet av uavhengige styremedlemmer, at alle styremedlemmer må være på årlig gjenvalg og at avlønning til toppledelsen skal offentliggjøres i årsrapporteringen.

Det er en rekke usikkerhetsfaktorer knyttet til å forvalte betydelige midler i de internasjonale finansmarkedene. Kapitalforvaltning dreier seg i stor grad om å forvalte denne risikoen. Norges Bank legger derfor betydelig vekt på måling og styring av alle risikofaktorer. En del av risikoen skyldes bevisste investeringsvalg og er ønskelig. Andre deler av risikoen skal holdes lavest mulig gitt de rammebetingelser som følger av å være en investor i de internasjonale kapitalmarkedene. Dette gjelder særlig den delen av risikoen som betegnes operasjonell risiko.

Investeringer i internasjonale verdipapirmarkedene medfører betydelig markedsrisiko og relativ høy sannsynlighet for store variasjoner i de årlige resultater. For Petroleumsfondet er nivået på markedsrisikoen hovedsakelig bestemt av referanseporteføljens sammensetning. De viktigste elementene i markedsrisikoen er andel av aksjer i porteføljen, svingninger i aksjekurser, valutakurser og rentenivå, samt fra kredittisikoen i renteporteføljen.

I tillegg til det absolutte nivå på markedsrisikoen, som bestemmes av investeringsstrategien slik den er uttrykt gjennom referanseporteføljen, søker Norges Bank gjennom sin aktive forvaltning å oppnå meravkastning. Den aktive forvaltningen i Norges Bank fører kun til en begrenset økning i fondets markedsrisiko. Markedsrisiko må sees i sammenheng med forventet avkastning,

og en økning i markedsrisikoen innebærer en forventning om høyere avkastning.

I tillegg til markedsrisiko i forvaltningen av Petroleumsfondet, står Norges Bank overfor en rekke risikofaktorer av mer operasjonell karakter. Dette er risikoen for økonomiske tap eller tap av renommé som følge av svikt i interne prosesser, menneskelige feil, systemfeil, eller andre tap som skyldes eksterne forhold og ikke er en konsekvens av markedsrisikoen i porteføljen. Operasjonell risiko bidrar ikke til økt forventet avkastning på Petroleumsfondet, og det er derfor en målsetting å holde denne lavest mulig.

5.1 Markedsrisiko

Svært mye av markedsrisikoen i Petroleumsfondet er bestemt av markedsrisikoen til referanseporteføljen. I tillegg tar Norges Bank noe risiko gjennom sin aktive forvaltning. Norges Bank måler både absolutt og relativ markedsrisiko i Petroleumsfondet. For absolutt risiko benyttes standardavviket til avkastningen, og for relativ risiko benyttes standardavviket til forskjellen mellom avkastningen på den faktiske porteføljen og på referanseporteføljen. Standardavviket er et begrep fra statistikken, som sier noe om hvor store variasjoner en kan vente i avkastningen i normale perioder. Dette er det vanligste målet på risiko i porteføljer.

Figur 15 viser fondets absolutte markedsrisiko i 2003 og 2004, målt som

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 avvike med mindre enn 1,5 prosentpoeng fra referanseavkastningen.

forventet volatilitet i avkastningen. Nivået svinger med volatiliteten i markedene, men det er gjennom hele året liten forskjell på risikoen i den faktiske porteføljen og i referanseporteføljen. Ved utgangen av året hadde den faktiske porteføljen en absolutt markedsrisiko målt i norske kroner på 6,6 prosent, som er en halvering fra mars 2003. Fall i den totale volatiliteten gjennom de siste to årene skyldes en nedgang i volatiliteten både i aksje- og i rentemarkedene.

Ved utgangen av året hadde den faktiske porteføljen en verdi på 1 016 milliarder kroner. Gitt anslaget på absolutt volatilitet ved årsskiftet, kan en regne med at avkastningen i to av tre år blir enten 6,6 prosentpoeng høyere eller 6,6 prosentpoeng lavere enn forventet. Omregnet i kronebeløp og forutsatt ingen tilførsler, innebærer dette at fondets verdi om ett år med 68 prosent sannsynlighet vil ligge i intervallet fra 953 milliarder kroner til 1083 milliarder kroner.

Den absolutte markedsrisikoen i Petroleumsfondet er i hovedsak bestemt av fondets referanseportefølje. Finansdepartementet har i tillegg satt en grense for forventet relativ volatilitet i forvaltningen som legger en begrensning på hvor forskjellig fondet kan være fra referanseporteføljen. Denne forventede relative volatiliteten skal alltid være lavere enn 1,5 prosentpoeng (150 basispunkter), se rammen på side 24. Figur 16 viser at den forventede relative volatiliteten i 2004 har vært forholdsvis stabil både for totalporteføljen og for rente- og aksjeporteføljen hver for seg. Ved utgangen av 2004 var den 0,19 prosent for totalporteføljen.

5.2 Kredittisiko

I Petroleumsfondet oppstår kredittisiko dels i renteporteføljen som følge av Finansdepartementets valg av investeringsstrategi og dels gjennom Norges Banks aktive forvaltning (kredittporteføljerisiko). Videre har Norges Bank både i aksje- og renteporteføljen en risiko overfor motparter i gjennomføring av transaksjoner, risiko overfor de institusjoner der verdipapirene deponeres, og risiko overfor internasjonale oppgjørs- og depotsystemer (operasjonell kredittisiko).

Finansdepartementet har fastsatt retningslinjer for kredittrisikoen i rentebærende verdipapirer, usikrede bankinnskudd og for motparter i handler med ikke-børsnoterte derivater (terminkontrakter, opsjoner, bytteavtaler, mv.). Disse retningslinjene forutsetter at kredittvurderingen skal være basert på vurderinger fra minst ett av de tre internasjonale kredittvurderingsbyråer Fitch, Moody's eller Standard & Poor's (S&P).

Finansdepartementet har bestemt at ingen rentebærende verdipapirer skal ha lavere vurdering enn høyeste gruppe kredittvurdering ("investment grade"), dvs. minimum BBB fra Fitch, Baa fra Moody's, eller BBB fra S&P. Likevel kan inntil 0,5 prosent av rentepapirporteføljen være investert i papirer som har vurdering Ba/BB/BB fra ett av de tre byråene. Tabell 13 viser sammensetningen av rentepapirporteføljen (renteporteføljen eksklusive kontanter mv.) basert på kredittvurderingene til Moody's og S&P. Alle rentebærende verdipapirer er kredittvurdert av minst ett av byråene.

Rentepapirporteføljen består foruten langsiktige rentepapirer også av rente-

bærende instrumenter med kortere løpetid. Alle disse har høyeste kredittvurdering: P-1 fra Moody's og A-1 fra S&P.

I tillegg inneholder både aksje- og renteporteføljen investeringer i usikrede bankinnskudd og ikke-børsnoterte derivater. Finansdepartementet har bestemt at ingen motparter i slike handler kan ha lavere kredittvurdering enn AA-/Aa3/AA- fra Fitch, Moody's eller S&P.

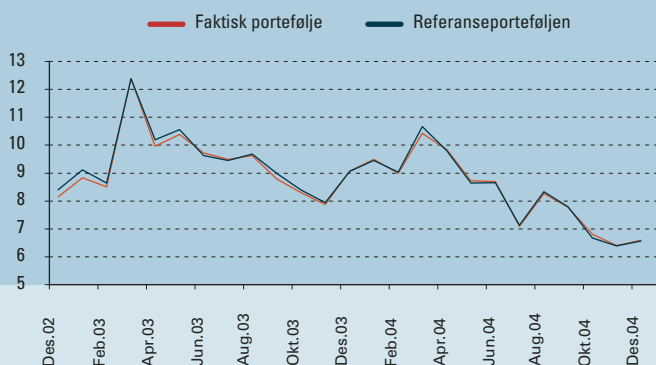
5.3 Operasjonell risiko

Markedsrisiko og kredittporteføljerisiko er viktige elementer ved fastsettelse av investeringsstrategien og i aktiv forvaltning. Siktemålet er å oppnå høyest mulig avkastning hensyntatt risiko og ikke nødvendigvis lavest mulig risiko. Den operasjonelle risikoen er på den annen side en iboende risiko der siktemålet er lavest mulig risiko gitt de rammebetingelser som følger av å være en internasjonal kapitalforvalter. Til forskjell fra markeds- og

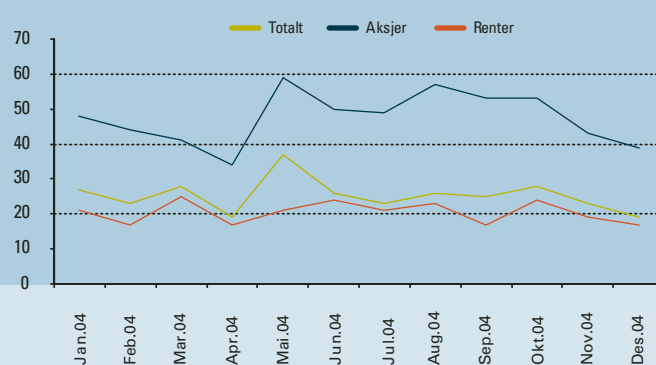
Tabell 13: Porteføljen av rentebærende verdipapirer pr. 31.12.2004 fordelt etter kredittvurdering (prosent av markedsverdi)

Moody's		Standard & Poor's	
Karakter	Prosent av total	Karakter	Prosent av total
Aaa	54,64	AAA	53,26
Aa	15,95	AA	20,58
A	19,07	A	12,92
Baa	7,76	BBB	8,67
Ba	0,19	BB	0,25
Lavere	0,00	Lavere	0,01
Ingen vurdering*	2,39	Ingen vurdering*	4,31

* 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.



Figur 15: Absolutt markedsrisiko i Petroleumsfondet. Månedsslutt. Prosent



Figur 16: Forventet relativ volatilitet ved hver månedsslutt i 2004. Basispunkter

Kredittvurderingsbyråene

Alle rentebærende verdipapirer som inngår i Petroleumsfondets referanseindeks, har en karakter fra ett av de to store kredittvurderingsbyråene Standard & Poor's (S&P) og Moody's. I tillegg har Finansdepartementet godkjent at Petroleumsfondet også kan investere i selskaper som er vurdert av Fitch.

Alle tre byråer klassifiserer utstedere av rentebærende verdipapirer etter deres kredittverdighet. For langsiktige obligasjonslån benyttes en karakterskala fra AAA til D. Høyeste karakter fra S&P og Fitch er AAA og fra Moody's Aaa. Laveste karakter innenfor det som kalles "investment grade", er BBB fra S&P og Fitch og Baa fra Moody's. Lavere karakterer enn dette kalles "speculative grade". Referanseindeksen for Petroleumsfondet inneholder bare obligasjoner med "investment grade rating".

Utstedere betaler disse byråene for å gi en vurdering av kredittkvaliteten. Byråene ser på betalingsevnen til utstederen og generelt på den sikkerhet for investorer som ligger i betingelsene i låneprospektet. På grunnlag av dette vurderer byråene sannsynligheten for at låneforpliktelsene vil bli oppfylt, og setter ut fra det karakterer for kredittkvalitet. Disse karakterene kan bli endret i lånets løpetid dersom det skjer noe med betalingsevnen til utstederen eller med den sikkerhet som ellers ligger til grunn for låneavtalen.

Byråene vurderer ikke bare selskapsobligasjoner. De fleste renteinstrumenter i markedene, inkludert statsobligasjoner, har en karakter fra minst ett av byråene. Ytterst få utstedere har så god kredittverdighet at de kan greie å ta opp lån i markedet uten å ha en kredittvurdering fra ett eller flere av byråene i ryggen.

kredittporteføljrisikoen er det ikke like lett å kvantifisere den operasjonelle risikoen.

Den operasjonelle risikoen kan ikke isoleres fra markeds- og kredittporteføljrisikoen, men den er mer omfattende og går på tvers av hele organisasjonen. Viktige elementer i den operasjonelle risikoen kommer fra valg av motparter til gjennomføring av transaksjoner og fra oppgjør og deponering av verdipapirer i internasjonale oppgjørssentraler. Norges Bank har iverksatt tiltak som skal sikre at denne risikoen er lavest mulig. Slike tiltak inkluderer bl.a. rutiner for godkjenning av sentrale motparter, inklusive kredittvurdering, samt juridisk kvalitetssikring av alle avtaler.

Videre knyttes operasjonell risiko til identifisering og vurderinger i forbindelse med valg av IT-systemer, inngåelse av rammeavtaler med tjenesteleverandører, organisering av virksomheten, tap av nøkkelpersoner, gjennomgang og vedlikehold av beredskapsplaner mv.

Norges Bank legger stor vekt på å styre den operasjonelle risikoen. Denne styringen sees i sammenheng med bankens prinsipper og retningslinjer for virksomhetens interne kontroll. Internkontrollen skal utføres i samsvar med Kredittslynets forskrift om internkon-

troll i finansinstitusjoner og tilpasset bankens styringssystem. Intern kontroll er et samlebegrep for alle de tiltak, ordninger og systemer mv som iverksettes for å gi rimelig sikkerhet for at fastsatte mål på alle nivåer i virksomheten nås. Viktige elementer i Norges Banks internkontroll er årlig risikoanalyse for å identifisere vesentlige risikoer ved virksomheten, iverksetting av nødvendige tiltak, vurdering av kontrollmiljøet (dvs. kultur og holdninger), samt rapportering og oppfølging.

5.4 Retningslinjer for forvaltningen

Finansdepartementet har fastsatt en rekke retningslinjer for forvaltningen av Petroleumsfondet. Tabell 14 gir en oversikt over de grenser for risikoeksponering som er satt i Forskrift for forvaltning av Statens petroleumsfond. Tabellen viser at forvaltningen ved utgangen av hvert kvartal har vært innenfor de fastsatte rammer.

I 2004 er det avdekket ett uvesentlig brudd på retningslinjene fastsatt av Finansdepartementet. I desember kjøpte en av fondets eksterne forvaltere ved en feil obligasjoner utstedt av et norsk selskap for et beskjedent beløp. Dette fant sted i forbindelse med etablering av et nytt forvaltningsmandat der det ble kjøpt obligasjoner i et stort antall selskaper. Bruddet ble avdekket av Norges Bank umiddelbart, og obligasjonene ble solgt i løpet av kort tid.

Tabell 14: Forskriftens grenser for risikoeksponering

Paragraf	Risiko	Grenser	Faktisk				
			31.12.03	31.03.04	30.06.04	30.09.04	31.12.04
§ 4	Markedsrisiko	Maksimalt 1,5 prosentpoeng relativ volatilitet	0,23	0,28	0,26	0,25	0,19
§ 5	Aktivfordeling	Renter 50-70%	57,4	58,0	58,8	60,3	59,0
		Aksjer 30-50%	42,6	42,0	41,5	39,7	41,0
§ 6	Markedsfordeling aksjer	Europa 40-60%	49,2	47,8	47,3	50,0	49,0
		Amerika/Asia/Oseania/Afrika 40-60%	50,8	52,2	52,7	50,0	51,0
		< 5% av aksjporteføljen	2,7	3,1	2,6	2,7	3,0
	Valutafordeling renter	Europa 45-65%	56,6	54,9	54,8	55,3	56,0
		Amerika 25-45%	33,8	35,0	35,4	35,0	34,2
		Asia/Oseania 0-20%	9,6	10,1	9,7	9,7	9,8
§ 7	Renterisiko	Modifisert durasjon 3-7	5,4	5,3	5,5	5,6	5,6
§ 11	Eierandel	Maks 3% av et selskap	2,6	2,7	2,7	2,7	2,7

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

6. Organisering av forvaltningen

Forvaltningen av Petroleumsfondet utføres i Norges Bank Kapitalforvaltning, som er et eget virksomhetsområde i Norges Bank

Hovedstyret i Norges Bank har det overordnede ansvaret for virksomheten. Norges Banks representantskap er oppnevnt av Stortinget og er bankens tilsynsorgan. Norges Banks revisjon rapporterer til representantskapet og utfører den løpende revisjonen av kapitalforvaltningen. Riksrevisjonen har ansvaret for den overordnede revisjonen av Petroleumsfondet og bygger sitt arbeid på blant annet materialet fra Norges Banks revisjon.

I tillegg til Petroleumsfondet forvalter Norges Bank Kapitalforvaltning også Statens petroleumsforsikringsfond på oppdrag fra Olje- og energidepartementet, og det meste av Norges Banks valutareserver. Samlet portefølje under forvaltning var ved utgangen av 2004 på vel 1200 milliarder kroner.

Norges Banks hovedstyre fastsetter hovedrammer for virksomheten i Norges Bank Kapitalforvaltning gjennom beslutninger om virksomhetens strategiplaner. Strategiplanen er treårig, og revideres hvert annet år. Hovedmålene for perioden 2005-2007 er å oppnå en årlig netto meravkastning ved aktiv forvaltning på minst 0,25 prosentpoeng, og å sikre høy tillit til forvaltningen hos kunder og i allmennheten. Den aktive forvaltningen skal utbygges videre og utøves på basis av investeringsfilosofien til Norges Banks Kapitalforvaltning, som det er gjort rede for i tidligere årsrapporter. Forvaltningen skal drives betryggende med stor vekt på gode rutiner for intern kontroll og uten vesentlige brudd på oppdragsgivernes retningslinjer. Organisasjonen skal drives kostnadseffektivt og lønnsomt. Lederressursene skal innrettes mot kjerneaktiviteter, og kjøp av eksterne tjenesteleveranser skal vurderes for alle andre aktiviteter. En egen ramme i dette kapitlet viser en detaljert oversikt over kjøp av eksterne tjenester.

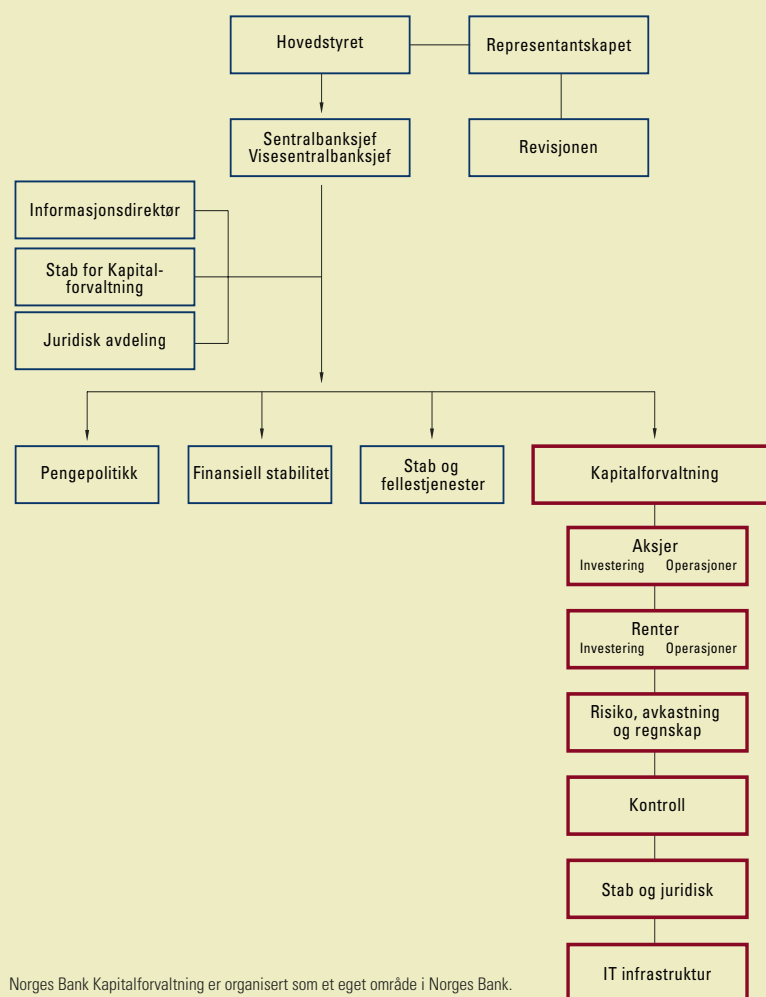
Norges Bank Kapitalforvaltning er organisert med egne forretningsområ-

der for henholdsvis aksje- og renteforvaltning. Lederne for aksje- og renteforvaltningen har innenfor sin del av forvaltningen ansvar for alle porteføljeinvesteringer og resultater, transaksjonsgjennomføring, IT-systemer, strategisk planlegging og kostnadsstyring. I tillegg er fire avdelinger organisasjonsmessig utenfor og uavhengig av forretningsområdene med direkte rapportering til leder for kapitalforvaltningen. Disse avdelingene har ansvar for administrative fellesfunksjoner, risikomåling, avkastningsmåling, regnskapsføring og kontroll med

investeringsretningslinjer uavhengig av forvaltningsområdene.

Ved utgangen av 2004 var det i alt 118 fast ansatte og 7 heltids engasjementer i Norges Bank Kapitalforvaltning. I løpet av året ble det ansatt ni nye faste medarbeidere, mens syv sluttet. De fleste medarbeidere er lokalisert i Oslo, men Norges Bank Kapitalforvaltning har også kontorer i New York og London. Nærvær i de viktigste kapitalmarkedene gir verdifull tilgang til informasjon for forvaltningen og gjør det samtidig lettere å følge opp eksterne forvaltere. Ved

Organisasjonskart – Norges Bank



utgangen av 2004 var 28 medarbeidere ansatt ved kontorene i London og New York.

Norges Bank legger til grunn at oppgaven med å forvalte Statens petroleumsfond krever aktiv bruk av lønns- og personalpolitiske virkemidler. Arbeidsmarkedet for personer med erfaring fra finans- og kapitalforvaltning er preget av et høyt lønnsnivå, med innslag av variabel resultatlønn kombinert med ekstraordinære krav til fokusert arbeidsinnsats. Hvorvidt banken lykkes med å oppnå gode resultater i forvaltningen, vil ha nær sammenheng med bankens evne til å rekruttere, utvikle og beholde høyt kvalifiserte personer. I 2004 så hovedstyret behov for å gjøre noen endringer i lønssystemet, blant annet for å bli mer konkurransedyktig i markedet for særskilt kvalifiserte medarbeidere i viktige posisjoner. Gjennomgående er lønnsnivået gjort mer avhengig av oppnådde økonomiske resultater. For en del medarbeidere er vurderingshorisonten for prestasjonene trukket lenger ut enn ett år. Også utbetalingene kan fordeles over flere tidsperioder. Ett av formålene med denne omleggingen er å knytte medarbeidere tettere til virksomheten.

For 57 medarbeidere med resultatansvar for investeringsbeslutninger er deler av lønnen avhengig av oppnådde resultater i forvaltningen. Kriteriene er i hovedsak knyttet til oppnådd netto meravkastning brutt ned på enkeltpersoner og grupper. For noen medarbeidere opparbeides i tillegg prestasjonsbasert lønn basert på oppnådd resultat over en treårsperiode.

I 2004 var den høyeste opparbeidede lønnen 4 800 000 kroner. 70 prosent av dette var basert på leverte resultater etter kriterier som var satt opp på forhånd. I dette lå det også en særskilt godtgjørelse for oppnådde resultater over den siste tre års perioden.

Lederen for Norges Bank Kapitalforvaltning fikk utbetalt en lønn på 2 107 123.

Kjøp av eksterne tjenester

Norges Bank kjøper en rekke tjenester fra eksterne leverandører i samsvar med strategien for kapitalforvaltningen. Alle avtaler med eksterne leverandører er gjennom grundige forhandlinger og juridisk kvalitetssikring før de underskrives. De sentrale tjenesteleverandører er:

Eksterne forvaltere

Bruk av eksterne forvaltere er et viktig ledd i Petroleumsfondets investeringsstrategi. Kapittel 3.2 inneholder en oversikt over eksterne renteforvaltere og kapittel 4.2 inneholder en oversikt over eksterne aksjeforvaltere.

Deponering og avregning av verdipapirer i oppgjørssentraler

Norges Bank benytter to globale depotinstitusjoner til avregning og deponering av verdipapirer:

- JP Morgan Chase Bank (New York, USA – London branch) for alle aksjeforteføljer og eksternt forvaltede renteporteføljer.
- Citibank (New York, USA – London branch) for internt forvaltede renteporteføljer.

Transaksjonsoppgjør med motparter

For den internt forvaltede renteporteføljen utfører Norges Bank selv oppgjøret med transaksjonsmotparter. For den internt forvaltede aksjeforteføljen kjøpes oppgjørstjenester fra Investors Bank and Trust (Boston, USA).

Regnskapsføring

Regnskapsføringen av Petroleumsfondets porteføljer utføres av de to depotbankene; JP Morgan Chase og Citibank.

Referanseporteføljer

Petroleumsfondets referanseporteføljer leveres av:

- FTSE Group (London, Storbritannia) for aksjereferanseporteføljen
- Lehman Brothers (New York, USA) for rentereferanseporteføljen

Stemmegivning

Norges Bank fatter selv beslutninger om stemmegivning. Fra Institutional Shareholder Services (Washington, USA) kjøpes informasjon om saker som skal behandles på aksjeselskapenes generalforsamlinger.

Markedsrisiko

Markedsrisikoen i aksje- og renteporteføljene måles ved å benytte risikomodellen RiskManager fra leverandøren RiskMetrics Group (New York, USA).

Kredittvurdering

Kredittvurdering av Petroleumsfondets renteportefølje og usikret motparts-eksponering er basert på leveranser fra:

- Fitch Ratings (London, Storbritannia / New York, USA)
- Moody's Corporation (New York, USA)
- Standard & Poor's (New York, USA)

7. Kostnader i forvaltningen

Kostnader ved forvaltningen av Petroleumsfondet i 2004 framgår av tabell 15. Honorarer til eksterne forvaltere og eksterne oppgjørs- og depotinstitusjoner faktureres separat for hvert av de fondene Norges Bank forvalter. De øvrige driftskostnadene er felles for alle de fond som forvaltes av Norges Bank Kapitalforvaltning (jf. avsnitt 6). 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 2004 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 markedsv verdien 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.

De samlede forvaltningskostnadene i 2004 var 984 millioner kroner. I forhold til gjennomsnittlig portefølje under forvaltning, var dette en liten økning fra 2003. Sett bort fra avkastningsavhengige honorarer til eksterne forvaltere var forvaltningskostnadene for Petroleumsfondet i 2004 på 737,5 millioner kroner. Dette var en økning med 10 prosent fra 2003. Gjennomsnittlig størrelse på fondet økte med 27 prosent, slik at kostnadene målt i forhold til gjennomsnittlig portefølje falt fra 9,1 basispunkter i 2003 til 7,9 basispunkter i 2004.

Kostnadene kan 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 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. At indeksforvaltningen i hovedsak er gjort internt, er bare en del av forklaringen. Ved sammenlignbar aktiv forvaltning er også intern forvaltning billigst.

Avkastningsavhengige honorarer til eksterne forvaltere utgjør 246,7 millioner kroner. Beløpene bestemmes av forvalternes samlede meravkastning. De samlede kostnadene for eksternforvaltningen utgjorde 29,4 basispunkter av gjennomsnittlig ekstern forvaltet portefølje.

Tabell 15: Forvaltningskostnader i 2004 (i 1000 kroner og i basispunkter av gjennomsnittlig portefølje)

	2004		2003*	
	1000 kroner	Basispunkter	1000 kroner	Basispunkter
Interne kostnader i aksjeforvaltningen	135 588		126 534	
Kostnader til aksjedefot og oppgjør	49 203		43 104	
Samlede kostnader i den interne aksjeforvaltningen	184 791	7,9	169 638	9,8
Interne kostnader i renteforvaltningen	155 949		146 776	
Kostnader til rentedefot	32 161		33 000	
Samlede kostnader i den interne renteforvaltningen	188 110	3,7	179 776	4,6
Minimumshonorarer til eksterne forvaltere	275 084		235 648	
Avkastningsavhengige honorarer til eksterne forvaltere	246 661		89 452	
Andre kostnader ved ekstern forvaltning	89 491		86 386	
Samlede kostnader i den eksterne forvaltningen	611 236	29,4	411 486	24,4
Sum alle forvaltningskostnader	984 136	10,5	760 900	10,4
Sum forvaltningskostnader, eksklusive avkastningsavhengige honorarer	737 475	7,9	671 448	9,1

* Fordeling av kostnader mellom intern og ekstern forvaltning i 2003 er omarbeidet for å gi sammenlignbare tall.

Kostnadssammenligninger med andre fond

Finansdepartementet har bedt Norges Bank levere kostnadstall til det canadiske konsulentfirmaet Cost Effectiveness Measurement Inc. (CEM). CEM har en database med kostnadstall for kapitalforvaltningen i 230 pensjonsfond. Fra denne databasen velger CEM ut en sammenligningsgruppe med i gjennomsnitt like stor forvaltningskapital som Petroleumsfondet. Kostnadene i denne sammenligningsgruppen brukes som grunnlag for å vurdere kostnadene ved forvaltningen av Petroleumsfondet.

Den siste analysen Finansdepartementet har mottatt fra CEM, gjelder forvaltningen i 2003. Den viser at kostnadene ved forvaltningen av Petroleumsfondet da var lavere enn gjennomsnittskostnadene i sammenligningsgruppen, etter at det var tatt hensyn til ulikhetene i sammensetningen av porteføljer.

8. Regnskapsrapportering

Innestående på Petroleumsfondets kronekonto ved utgangen av 2004 utgjør samlet 1 015 471 millioner kroner. Da er det tatt hensyn til regnskapsmessig avkastning og påløpt forvaltningsgodtgjøring for året 2004. Petroleumsfondets internasjonale portefølje fordeler seg på instrumenter som vist i tabell 16. Regnskapet er gjort opp med markedsverdivurdering av verdipapirene. Markedsverdiene i utenlandsk valuta er omregnet til norske kroner etter markedskurser notert på WM Reuters London 4 pm 31.12.2004. Regnskapsført verdi avviker noe fra markedsverdien som er oppgitt i tabell 2 foran. Det skyldes

at forvaltningsgodtgjøringen ikke er trukket fra der, og at det brukes ulike vurderingsprinsipper på noen punkter, jf. rammen om metodegrunnlaget for avkastningsberegningene.

Etter forskriften om forvaltning av Petroleumsfondet skal Norges Banks netto bokførte avkastning på fondets internasjonale portefølje legges til fondets kronekonto. Avkastningen i 2004 består av de komponenter som framgår av tabell 17. Bokført avkastning bygger på de samme regnskapsprinsipper som Norges Banks regnskap. Dette innebærer at markedsverdier for verdipapirene er lagt

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

Petroleumsfondets bokførte avkastning var i 2004 positiv med 32 937,4 millioner kroner. Etter fradrag for påløpt forvaltningsgodtgjøring for 2004, 984,1 millioner kroner, og oppgjør for annen rådgivning, 4,1 millioner kroner, er 31 949,1 tilført kronekonto.

Tabell 16: Petroleumsfondets portefølje pr 31.12.2004 (1000 kroner)

	31.12.03	31.03.04	30.06.04	30.09.04	31.12.04
Kortsiktige fordringer/gjeld inkl. innskudd i utenlandske banker	20 189 654	13 454 503	-3 119 231	-30 195 639	9 154 482
Pengemarkedsplasseringer i utenl. finansinst.mot sikkerhet i verdipapirer	287 041 828	279 864 129	461 264 065	453 393 742	380 117 331
Innlån fra utenlandske finansinstitusjoner mot sikkerhet i verdipapirer	-298 603 119	-311 010 300	-410 186 755	-429 229 543	-406 193 548
Utenlandske rentebærende papirer	482 341 421	554 996 405	510 284 611	613 805 297	631 256 143
Utenlandske aksjer	354 316 808	378 557 669	385 180 752	384 626 561	407 673 369
Regulering av terminkontrakter og derivater	72 774	-555 004	-959 721	-4 171 094	-5 548 358
Total portefølje før forvaltningsgodtgjørelse*	845 359 367	915 307 403	942 463 721	988 229 323	1 016 459 420
Skyldig forvaltningsgodtgjøring	-772 595	-962 868	-448 123	-667 366	-984 136
Rådgivningstjenester					-4 169
Total portefølje	844 586 772	914 344 535	942 015 598	987 561 957	1 015 471 115
Poster utenfor balansen (i hele 1 000)	31.12.03	31.12.04	30.06.04	30.09.04	31.12.04
Valutaterminer solgt	-25 395 459	-26 235 470	-33 074 909	-30 594 274	-16 837 972
Futures solgt	-35 942 356	-135 240 732	-125 873 033	-50 442 511	-118 994 375
Aksjebytteavtaler solgt	-13 340	-543 176	-2 646 383	-3 897 226	-8 115 796
Rentebytteavtaler solgt	-175 568 502	-194 724 825	-363 569 782	-401 111 395	-390 663 205
Forpliktelser solgt	-236 919 657	-356 744 202	-525 164 107	-486 045 406	-534 611 348
Valutaterminer kjøpt	25 395 459	26 235 470	33 074 909	30 594 274	16 837 972
Futures kjøpt	47 628 021	117 672 014	113 943 091	81 482 879	114 744 349
Aksjebytteavtaler kjøpt	13 526	535 574	2 078 643	5 667 609	9 489 246
Rentebytteavtaler kjøpt	175 545 354	194 169 293	362 614 141	396 889 890	385 089 073
Forpliktelser kjøpt	248 582 360	338 612 351	511 710 784	514 634 651	526 160 641
Opsjoner på futures solg	-4 323 667	-16 564 927	-35 643 955	-16 000 652	-2 231 822
Opsjoner på rentebytteavtaler solgt	0	0	0	-2 348	0
Rettigheter solgt	-4 323 667	-16 564 927	-35 643 955	-16 003 001	-2 231 822
Opsjoner på futures kjøpt	4 331 315	24 464 671	36 878 601	20 087 665	3 992 457
Opsjoner på rentebytteavtaler kjøpt	0	0	0	0	0
Rettigheter kjøpt	4 331 315	24 464 671	36 878 601	20 087 665	3 992 457

* Det er en liten forskjell i markedsverdi mellom avkastnings- og regnskapsrapportering pr. 31.12.2004. Dette skyldes i hovedsak regnskapsmessige avsetninger og forskjellig verdilvurderingsmetode for pengemarkedsplasseringer.

Tabell 17: Bokført avkastning av Petroleumsfondets internasjonale portefølje pr. 31.12.2004 (1000 kroner)

	31.12.03	31.03.04	30.06.04	30.09.04	31.12.04
Rentelementer	19 560 414	6 094 468	13 385 513	19 931 210	26 046 307
Dividende	6 996 199	2 011 522	5 150 084	6 900 116	8 246 151
Valutakursreguleringer*	45 985 725	21 582 056	21 357 284	1 964 762	-46 635 797
Urealisert verdipapirgevinst/tap	55 786 976	11 235 128	-3 567 631	1 280 993	28 575 975
Realisert verdipapirgevinst/tap	633 103	7 442 408	10 549 393	13 812 821	21 581 006
Kurtasje	-16 458	5 810	7 093	-22 869	-49 031
Resultat terminhandel valuta	-976	1 332	29 666	-67 407	-155 521
Gevinst/tap futures	2 039 765	29 670	-37 857	-155 296	251 854
Gevinst/tap opsjoner	135 947	-6 609	11 674	19 949	21 021
Gevinst/tap aksjebytteavtaler	257	-16 808	37 004	165 544	393 109
Gevinst/tap rentebytteavtaler	1 292 862	-511 121	-705 034	-3 927 908	-5 337 664
Bokført avkastning på plasseringer	132 413 815	47 867 858	46 217 190	39 901 915	32 937 408
Påløpt forvaltningsgodtgjøring	-772 595	-190 273	-448 123	-667 366	-984 136
Rådgivningstjenester					-4 169
Netto avkastning	131 641 219	47 677 585	45 769 067	39 234 549	31 949 103

* Valutakursreguleringen i regnskapet er forskjellig fra beregnet valutakurseffekt i avkastningsmålingen. Dette skyldes metodeforskjeller, jfr. beskrivelse av metodegrunnlag i ramme på side 15.

Beretning om forvaltning av Statens petroleumsfond er avgitt av Norges Banks hovedstyre 2. februar 2005.

I henhold til lov av 7. mai 2004 nr 21 om Riksrevisjonen har Riksrevisjonen revisjonsansvaret for Statens Petroleumsfond. Riksrevisjonen bygger sin revisjon på bl.a. den revisjon som utføres av Norges Banks revisjon. Statens petroleumsfonds årsregnskap presenteres i St. meld. nr. 3, og Riksrevisjonen sender Finansdepartementet et avsluttende revisjonsbrev som oppsummerer revisjonen innen 1. juli. Aktuelle forhold av betydning kan bli rapportert til Stortinget.

Statens petroleumsfonds kronekonto og Norges Banks plasseringer for fondet inngår i Norges Banks årsregnskap som revideres av Norges Banks revisjon. I henhold til forvaltningsavtalen mellom Finansdepartementet og Norges Bank bekrefter Norges Banks revisjon kvartals- og årsrapporter om forvaltningen som Norges Bank avgir etter retningslinjer fastsatt av departementet.

Følgende uttalelse er avgitt av Norges Banks revisjon til Finansdepartementet:

NORGES BANKS FORVALTNING AV STATENS PETROLEUMSFOND – ÅRSRAPPORT 2004

Vi har revidert Norges Banks årsrapport om forvaltningen av Statens petroleumsfond for 2004, som viser en regnskapsmessig verdi på fondet ved utgangen av året på 1015,5 milliarder kroner. Hovedstyret i Norges Bank er ansvarlig for årsrapporten. I tråd med forvaltningsavtalen mellom Finansdepartementet og Norges Bank, er vår oppgave å uttale oss om rapporten er avgitt i samsvar med forskrift og retningslinjer fastsatt av departementet. Vår revisjon omfatter regnskapsrapporteringen i avsnitt 8 i beretningsdelen. Vi har også revidert opplysningene i beretningsdelen vedrørende totalavkastning og risikoeksponering.

Vi har utført revisjonen i henhold til revisjonsinstruks fastsatt av representantskapet i Norges Bank og god revisjonsskikk i Norge. Vi avgir vår uttalelse i samsvar med Den norske Revisorforenings revisjonsstandard 800 "Revisors uttalelser ved revisjonsoppdrag med spesielle formål". God revisjonsskikk krever at vi planlegger og utfører revisjonen for å oppnå betryggende sikkerhet for at presentasjonen av årsrapporten ikke inneholder vesentlig feilinformasjon. Revisjon omfatter kontroll av utvalgte deler av materialet som underbygger informasjonen i årsrapporten, vurdering av de benyttede regnskaps- og beregningsprinsipper, samt vurdering av innholdet i og presentasjonen av årsrapporten. Vi har kontrollert at regnskapsrapporteringen er konsistent med Norges Banks årsregnskap for 2004, som er revidert av oss. Vår revisjonsberetning for Norges Banks årsregnskap er avgitt pr. 10. februar 2005. I den grad det følger av god revisjonsskikk og vår revisjonsinstruks, omfatter revisjon også en gjennomgåelse av Norges Banks formuesforvaltning og regnskaps- og intern kontrollsystemer for fondet. Vi mener at vår revisjon gir et forsvarlig grunnlag for vår uttalelse.

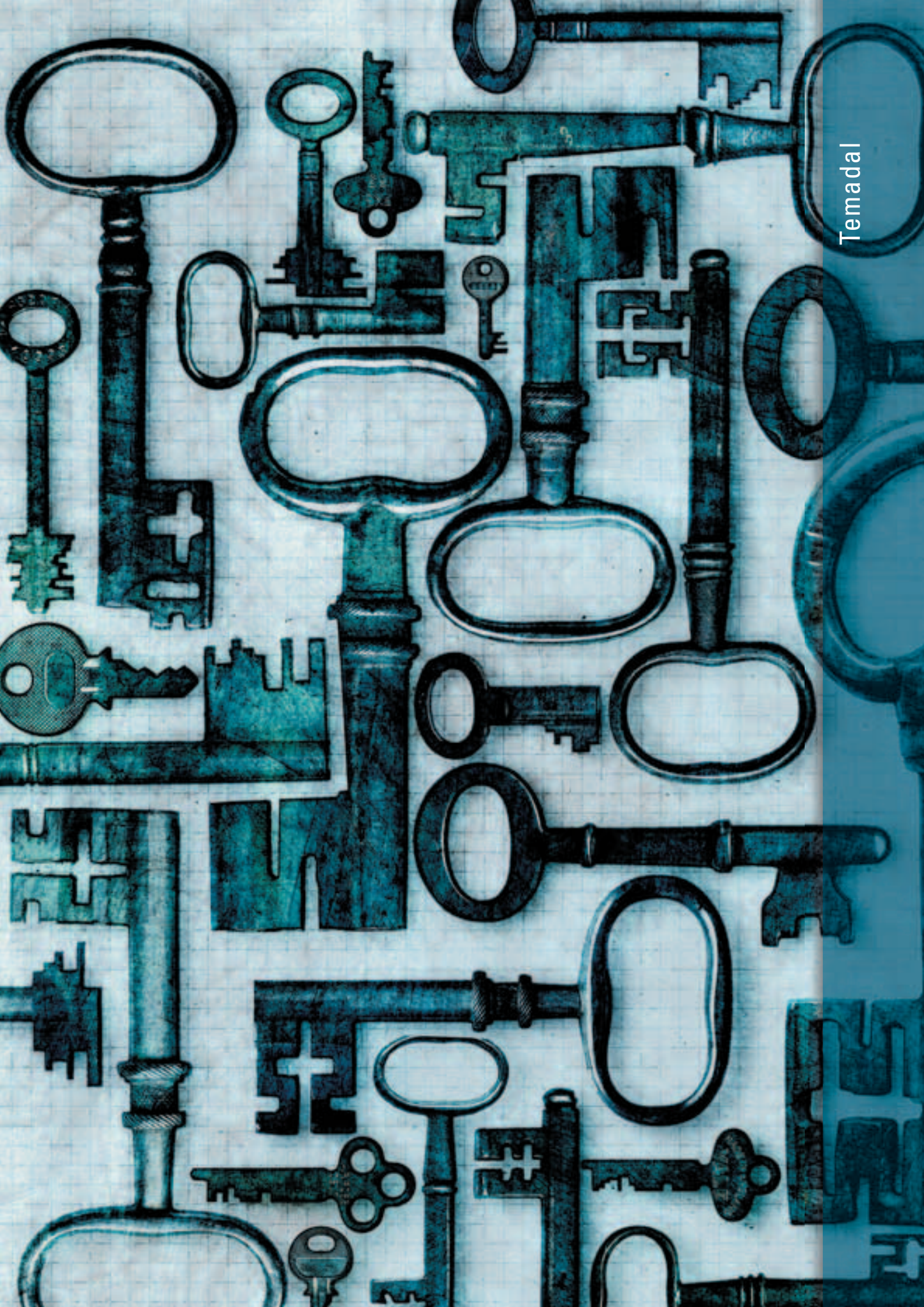
Vi mener at

- regnskapsrapporteringen gir et uttrykk for Statens petroleumsfonds midler og avkastning pr. 31. desember 2004 i samsvar med Norges Banks årsregnskap
- opplysningene om totalavkastning og risikoeksponering er i samsvar med prinsipper fastsatt av departementet
- ledelsen har oppfylt sin plikt til å sørge for ordentlig og oversiktlig registrering og dokumentasjon av opplysninger om regnskap, avkastning og risikoeksponering i samsvar med forvaltningsavtalen
- fondet i 2004 er forvaltet i henhold til forskrift og retningslinjer fastsatt av departementet

Oslo, den 17. februar 2005
NORGES BANKS REVISJON

Svenn Erik Forsstrøm
Statsautorisert revisor

Mats Leonhard Pedersen
Statsautorisert revisor



Temadal



Erfaringer med eksterne aktive renteforvaltere

Artikkelen oppsummerer erfaringen fra nærmere fem år med anvendelse av eksterne renteforvaltere. Perioden har gitt en samlet netto meravkastning på 1,3 milliarder i forhold til referanseporteføljen. Resultatene er oppnådd med lav risiko og det har vært liten utskifting av forvaltere. Ved utgangen av 2004 kom 28 prosent av risikoen i renteporteføljen fra eksternt forvaltning. 16 forvaltningsbedrifter forvaltet i alt 21 ulike mandater med en samlet kapital på 58 milliarder kroner. Dette tilsvarer rundt 10 prosent av den samlede renteporteføljen ved slutten av 2004.

Resultatene av eksternt renteforvaltning

Forvaltningen av den eksterne renteporteføljen har gitt gode resultater under svært vekslende markedsforhold. Brutto meravkastning i forhold til referanseporteføljen har vært 1,58 milliarder kroner siden etableringen, og var 400 millioner kroner i 2004.

Tabell 1 viser utviklingen av avkastning og risiko i den eksterne renteporteføljen. Tallene i tabellen må leses i lys av at porteføljen har vært under oppbygging, og sammensetningen er betydelig endret i perioden. Porteføljen vil utvikle seg videre i årene som kommer, men trolig med en betydelig lavere veksttakt enn de første

årene. Tallene for de siste årene gir den beste karakteristikken av særpreget ved dagens eksterne renteportefølje.

Siden etableringen har rentemarkedene vært gjennom en rekke skiftende perioder med store svingninger i rentenivået, avkastningskurvene har både vært inverse og meget bratte og kredittmarkedene har svingt opp og ned. Også i aksjemarkedene har det vært store kursbevegelser. Til tross for dette har den eksterne renteporteføljen gjort det meget bra, noe som kan indikere at mandatene er godt balansert.

T E M A A R T I K K E L 1

Tabell 1: Avkastning og risiko

	Siden etablering	Siste 4 år	Siste 3 år	Siste 12 måneder
Årlig meravkastning	0,73%	1,10%	1,43%	0,66%
Årlig relativ volatilitet	1,09%	0,84%	0,57%	0,39%
Informasjonsrate	0,68	1,31	2,51	1,69
Akkumulert brutto verdiskapning	1,58 milliarder kroner			
Akkumulert netto verdiskapning*	1,34 milliarder kroner			

* Brutto verdiskapning fratrukket forvalterhonorarer

Den årlige meravkastningen har vært 1,1 prosent de siste fire årene, og den relative volatiliteten har vært 0,84 prosent pr år i samme periode. Siden etableringen har informasjonsraten (forholdstallet mellom meravkastning og risiko knyttet til aktiv forvaltning) vært 0,7, og de siste fire årene 1,3. I startfasen besto porteføljen naturlig nok av få mandater. Den var svært konsentrert og informasjonsraten var lavere enn i de siste årene. Bortsett fra den første perioden har informasjonsraten ligget rundt to hvert år, og forvaltningen har gitt god avkastning. De siste fire år har den eksterne renteporteføljen hatt 40 prosent flere måneder med positiv meravkastning enn negativ meravkastning. Den beste måneden har gitt en mer-

avkastning på 207 millioner kroner, og den dårligste måneden en mindreavkastning på 137 millioner kroner.

Veksten i porteføljen

Petroleumsfondets eksternt forvaltede renteportefølje har økt fra 10 milliarder kroner ved etableringen i 2000 til 58 milliarder kroner ved utgangen av 2004. Dette gir en årlig vekst på 46 prosent. Utviklingen fremgår av figur 1.

Ved utgangen av 2004 hadde den eksternt forvaltede renteporteføljen økt til 10 prosent av den totale renteporteføljen. Dette betyr at aktiva under eksternt forvaltning har vokst 14 prosent raskere enn den totale renteporteføljen, noe som fremgår av figur 2. Norges Bank har ikke et bestemt mål for hvor

stor andel av aktiva som skal plasseres av eksterne forvaltere. Allokeringen bestemmes løpende basert på erfaringer og forventninger om lønnsomhet tatt hensyn også til kostnadene.

Ved etableringen var den eksterne renteporteføljen 100 prosent aktivt forvaltet. Etter at Finansdepartementet med virkning fra februar 2002 vedtok en ny strategisk referanseportefølje, som blant annet inkluderte pantesikrede obligasjoner, ble andelen under aktiv forvaltning noe redusert. Årsaken til dette var at Norges Bank manglet erfaring i forvaltning av pantesikrede obligasjoner i USA, og hadde heller ikke nødvendige oppgjør- og IT-systemer for å håndtere slike investeringer. Dermed var det naturlig å sette indekseringen

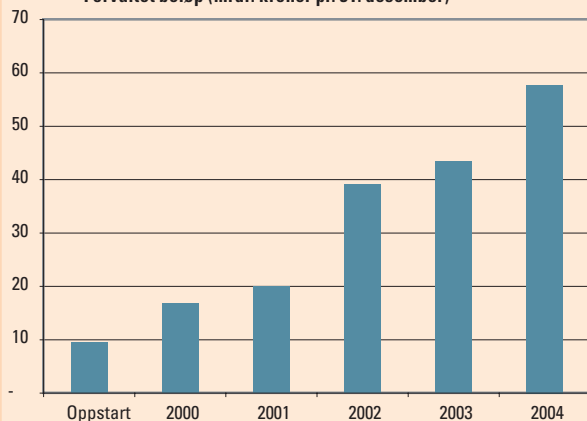
av den relativt store pantesikrede porteføljen i USA til eksterne forvaltere med slik spesialistkompetanse. Fordelingen på aktiv og indeksert forvaltning er illustrert i figur 3.

Ved slutten av 2002 besto den eksternt forvaltede porteføljen av 34 prosent indeksmandater. Ved siste årsskifte var andelen redusert til 13 prosent. Selv om disse mandatene betegnes som indeksmandater og har lavere rammer for aktiv risiko enn aktive mandater, er det imidlertid en klar forventning om at de skal gi høyere avkastning enn indeksen samtidig som de har en meget lav risikoprofil. Disse mandatene betegnes som "indeks pluss"-mandater.

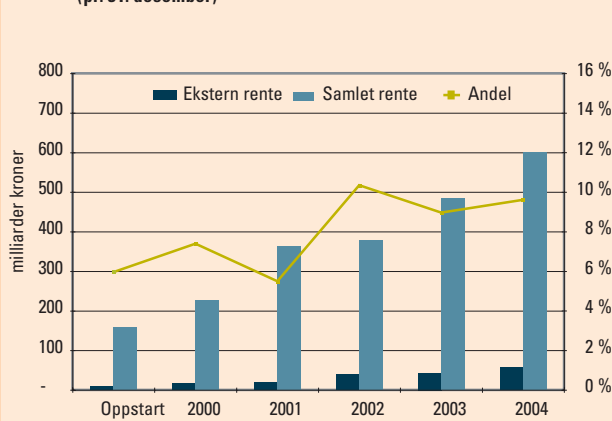
Risiko og aktivitet i porteføljen

I Norges Banks eksterne renteforvaltning benyttes ulike systemer og metoder for å beregne den eksterne porteføljes markedsrisiko. Disse metodene inkluderer de vanlige "Value at Risk" – modeller med ulike forutsetninger om korrelasjoner mellom de eksterne rentemandatene.

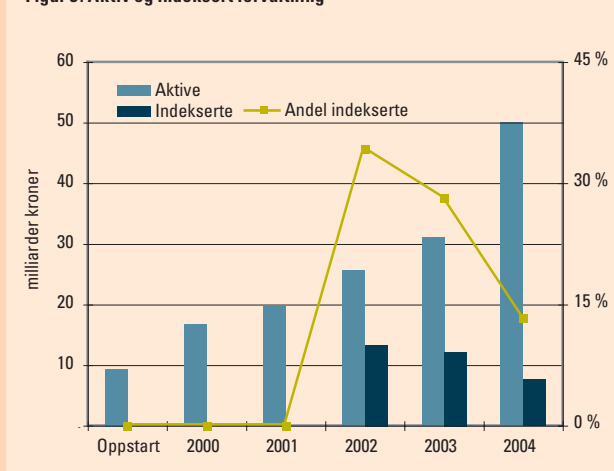
Figur 1: Eksternt renteforvaltning.
Forvaltet beløp (mrd. kroner pr. 31. desember)



Figur 2: Eksternt renteforvaltning i forhold til samlet renteportefølje (pr. 31. desember)



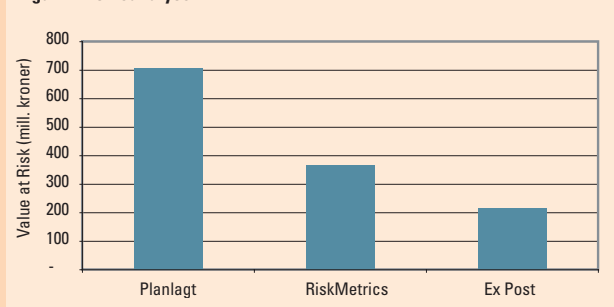
Figur 3: Aktiv og indeksert forvaltning



Porteføljens risiko (forventet relativ volatilitet) måles ved Norges Banks overordnede system for risikostyring, RiskMetrics (jf. omtale i årsrapportens beretningsdel og temaartikkel i årsrapporten for 2002). I tillegg til dette beregnes realisert risiko basert på porteføljens faktiske utvikling (ex post, dvs. faktisk relativ volatilitet). Gruppen for eksternt renteforvaltning benytter også en regneark-basert modell som tar utgangspunkt i eksplisitte risikomål til hvert mandat. Denne modellen har en estimert kovariansmatrise som ikke er basert på historiske data.

Figur 4 viser at realisert risiko (målt ved ex post-risiko) for den eksternt forvaltede renteporteføljen er langt lavere enn både den forventede risikoen (målt ved RiskMetrics) og den planlagte risikoen. Dette illustrerer at historisk sett har de eksterne forvalterne tatt lavere risiko enn forventet og ønsket. Til tross for lavere risikotaking har de eksterne forvalterne levert høy meravkastning. Selv om avkastningsmålene er mer enn oppfylt, kunne derfor Petroleumsfondet oppnådd enda høyere avkastning på den eksternt forvaltede renteporteføljen hvis mulighetene til å ta risiko ble utnyttet i større grad.

Figur 4. Risikoanalyse



Strategier i den eksterne renteporteføljen

Norges Bank Kapitalforvaltnings strategi for å skape meravkastning i forhold til referanseporteføljen er beskrevet i en egen temaartikkel i årsrapporten for 2003. Den eksterne renteporteføljen forvaltes i samsvar med denne strategien. De enkelte mandatene er eksponert mot ulike markeder og finansobjekter. Korrelasjonen mellom de ulike strategiene er meget lav, noe som tyder på at arbeidet med å finne strategier og forvaltere som drives ulikt og mest mulig uavhengig, har vært vellykket.

Hovedstrategien for å oppnå meravkastning er å ta et stort antall uavhengige posisjoner, slik at tilfeldighetene utlignes og forvalterens dyktighet avgjør utfallet. For å oppnå størst mulig meravkastning under en slik strategi, er det avgjørende å oppnå positive individuelle avkastningsbidrag og en lav grad av samvariasjon mellom de ulike posisjonene. Det er en kontinuerlig oppfølging av både forventede og oppnådde risikojusterte avkastningsbidrag.

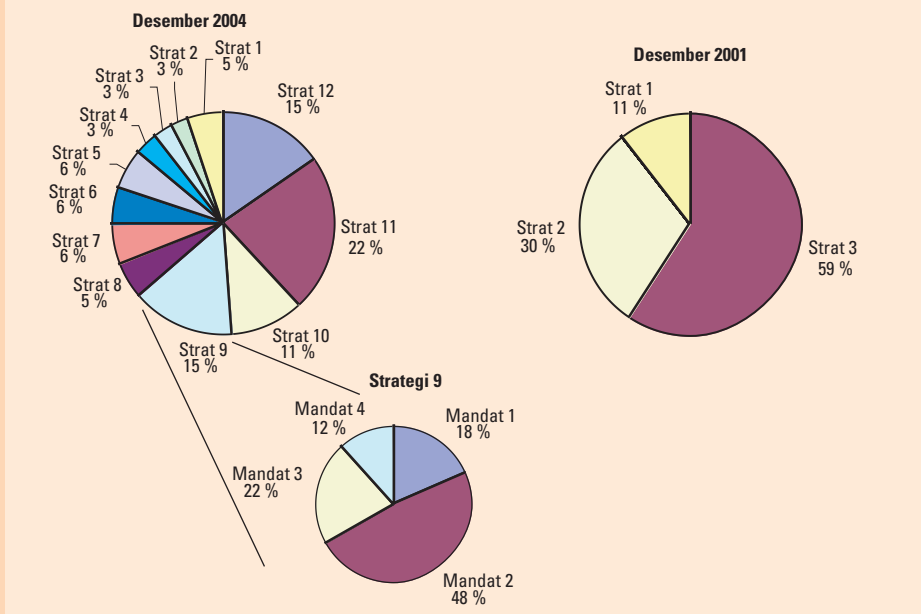
Denne filosofien utelukker ikke at de eksterne forvalterne kan påta seg mandater med betydelig eksponering mot enkelte risikofaktorer. Denne type risikoeksponering på mandatnivå hensyntas ved størrelsen og forventet risiko ved hvert enkelt mandat. I tillegg balanseres risikoen i enkeltmandatene ved at de enkeltvis har eksponering mot ulike risikofaktorer, slik at totalporteføljen diversifiseres. Diversifiseringen av porteføljen sikrer at den samlede risikoprofilen ligger innenfor de grensene som er satt for eksternt renteforvaltning.

Ved utgangen av 2004 bestod den eksterne renteporteføljen av 21 ulike mandater fordelt på 16 forvaltningsorganisasjoner. Det største mandatet forvaltet midler for 6 milliarder kroner, mens det minste mandatet var på 550 millioner kroner. Gjennomsnittlig mandatstørrelse var 3 milliarder kroner. Mandatene er fordelt på 12 ulike strategier. Mangfoldet i programmet illustreres både gjennom et høyt antall strategier, store forskjeller mellom mandatenes risikoprofil og betydelige variasjoner i mandatenes størrelse. Noen av mandatene er tradisjonelle "fully funded long only" mandater mens andre er "non-funded or pure absolute return long/short mandates" med en pengemarkedsrente (Libor) som referanseportefølje.



TEMAARTIKKEL 1

Figur 5. Risikofordeling for eksterne renteportefølje (prosent "Value at risk")



"Quant": Aktive posisjoner med utgangspunkt i kvantitative modeller. Modellene er basert på prisinformasjon og annen relevant informasjon. Kjennetegnet ved slike strategier er at de i liten grad styres av subjektive vurderinger.

Figur 5 viser risikofordelingen (målt ved "value at risk") mellom strategiene ved utgangen av desember 2004 og desember 2001. Ved utgangen av 2004 var den eksterne renteporteføljen langt mer diversifisert og balansert enn tre år tidligere. Det nederste utsnittet fra figuren for desember 2004 viser et eksempel på risikofordelingen på mandatnivå innenfor en gitt strategi.

Det har vist seg nyttig å belyse de kvalitative beslutningene gjennom en kvantitativ analyse. Tabell 2 viser korrelasjonen mellom ni av de 12 ulike strategiene som ligger til grunn for forvaltningen av den eksterne renteporteføljen. Tre av strategiene er ikke tatt med i tabellen på grunn av mangel på historiske data. Tabellen viser en stor grad av diversifisering. Den gjennomsnittlige korrelasjonen mellom strategiene er så lav som 0,02. Resultatene dokumenterer at den kvalitative tilnærming til diversifisering har vært vellykket.

Nedenfor følger en oversikt over de viktigste strategiene i den eksterne renteforvaltningen. Oversikten er ikke komplett, og endres jevnlig gjennom utvikling av nye strategier. Innenfor hver strategi tildeles ett eller flere mandater.

"Global Macro": Aktive posisjoner i ulike lands obligasjonsmarkeder som utnytter både hvert markeds renteterminstruktur og forskjellene i terminstrukturer mellom de ulike markedene.

"Absolute currency": Aktive posisjoner i de globale valutamarkedene. Posisjonene kan være konsentrert om store valutaer som amerikanske dollar, euro og japanske yen, men kan også omfatte mindre valutaer. Mandatene og strategiene kan være basert på teknisk analyse, analyse av fundamentale økonomiske nøkkeltall, eller bestå av en kombinasjon.

"Credit": Aktive posisjoner i ulike utstederes papirer, vanligvis i selskapsobligasjoner.

Strategien omfatter også aktive posisjoner i ulike bransjer. Strategiene kan være globale, regionale eller konsentrert om enkelte land.

"Securitized/MBS": Aktive posisjoner innen ulike typer pantesikrede papirer som ABS (Asset Backed Securities), CMBS (Commercial Mortgage Backed Securities) og MBS (Mortgage Backed Securities). Forvaltningen innen denne strategien inneholder opsjons-elementer og til tider også kreditlemter.

Tabell 2. Korrelasjon mellom eksterne strategier (månedelige tall?)

	Strat 1	Strat 2	Strat 3	Strat 4	Strat 5	Strat 6	Strat 7	Strat 8	Strat 9	
Strat 1	1	-0,35	0,57	0,03	-0,01	0,41	0,14	-0,16	0,00	
Strat 2	-0,35	1	-0,17	0,13	-0,08	0,02	-0,19	0,08	0,08	
Strat 3	0,57	-0,17	1	-0,15	0,19	0,10	0,16	0,07	-0,18	
Strat 4	0,03	0,13	-0,15	1	0,32	-0,13	0,03	-0,37	0,09	
Strat 5	-0,01	-0,08	0,19	0,32	1	-0,07	0,11	0,00	0,04	
Strat 6	0,41	0,02	0,10	-0,13	-0,07	1	0,03	0,04	0,17	
Strat 7	0,14	-0,19	0,16	0,03	0,11	0,03	1	0,17	-0,21	
Strat 8	-0,16	0,08	0,07	-0,37	0,00	0,04	0,17	1	-0,10	
Strat 9	0,00	0,08	-0,18	0,09	0,04	0,17	-0,21	-0,10	1	
Gjennomsnitt	0,08	-0,06	0,07	-0,01	0,06	0,07	0,03	-0,03	-0,01	0,02

Bakgrunnen for resultatene

Utviklingen av den eksterne renteforvaltningen

Petroleumsfondet ble tilført midler første gang i 1996. De første årene ble fondets midler kun investert i renteinstrumenter, etter de samme retningslinjer og organisering som gjaldt for Norges Banks valuta-reserver. Fra 1. januar 1998 ble Norges Bank Kapitalforvaltning opprettet som en egen enhet, samtidig som aksjeandelen ble bygget opp gradvis.

Til tross for Norges Banks betydelige erfaring med renteforvaltning gjennom intern forvaltning, ble ekstern renteforvaltning opprettet som eget resultat-område allerede i 1998. Bakgrunnen var et ønske om tilførsel av kompetanse på forvaltningsområder der Norges Bank ikke hadde egen ekspertise. Bak dette lå en ambisjon om å oppnå høy meravkastning ved aktiv forvaltning.

Norges Banks første aktive søk etter eksterne renteforvaltere ble gjennomført ved kunngjøring av mandater i september 1998. De første mandatene ble tildelt i 2000, og flere av de mandatene som ble tildelt den gang er fortsatt en del av den eksternt forvaltede renteporteføljen. Alle mandatene var globale, og hadde tilnærmet samme investeringsunivers som den internt forvaltede renteporteføljen.

I januar 2002 besluttet Finansdepartementet en betydelig endring i Petroleumsfondets referanseportefølje for renteinvesteringer. Fra å inneholde kun statsobligasjoner, skulle referanseporteføljen i fremtiden også inkludere andre obligasjoner utstedt av offentlig sektor, obligasjoner utstedt av internasjonale organisasjoner, obligasjoner utstedt av private bedrifter og pantesikrede obligasjoner. Norges Bank manglet erfaring i forvaltning av pantesikrede obligasjoner i USA, og hadde heller ikke nødvendige oppgjør- og IT-systemer for å håndtere slike investeringer. Det ble derfor besluttet å engasjere eksterne forvaltere til å håndtere denne delen av porteføljen. De første slike mandater ble tildelt i mai 2002. Ekstern forvaltning av pantesikrede obligasjoner i USA er fortsatt en

viktig del av den samlede eksterne renteforvaltningen.

I perioden fra våren 2002 har Petroleumsfondets eksterne renteforvaltning vært konsentrert om å videreutvikle en aktiv forvaltning for å oppnå en meravkastning utover avkastningen på referanseporteføljen. Målet er at ekstern forvaltning skal bidra vesentlig til renteforvaltningens samlede resultater.



Organisering av den eksterne renteforvaltningen

Underlagt leder av renteforvaltningen er det etablert en egen gruppe med ansvar for valg og oppfølging av eksterne renteforvaltere. Gruppen opererer selvstendig, og utveksler kun overordnet informasjon og kompetanse med Norges Banks interne renteforvaltere. Det foregår ingen utveksling av informasjon om posisjoner. I tiden fremover vil den eksterne forvaltningen vokse og bli stadig mer spesialisert. Økt spesialisering er nødvendig for å øke potensialet for å samle meravkastning.

Valg og vurdering av eksterne forvaltere

Investeringsprosessen består av en grundig kartlegging av investeringsmuligheter og utvikling av ulike, klart definerte strategier for å realisere investeringsfilosofien. Første del av arbeidet med å definere en bestemt strategi er en kvalitativ vurdering av hvilke spesielle egenskaper som skal skille den gitte strategien fra andre strategier. Den kvalitative vurderingen verifiseres ved bruk av kvantitative metoder. Fastsettelse av risikoprofil er en viktig del av arbeidet med hver enkelt strategi. Hver strategi tildeles et risikobudsjett basert på "Value at Risk". Deretter fordeles risikobudsjettet på de ulike mandatene som knyttes til hver strategi.

Den mest utfordrende delen av investeringsprosessen er å finne forvaltere og identifisere mandatene som sikrer gjennomføring av de definerte strategiene. I noen tilfeller er det vanskelig å finne forvaltere som kan gjennomføre en gitt strategi. I andre tilfeller er utfordringen kvaliteten på tilgjengelige forvaltere. Porteføljen blir derfor aldri helt optimal, og det vil alltid være deler av enkeltstrategier som ikke kan realiseres. I tillegg skjer det stadig endringer både internt hos de eksterne forvalterne og innen hver strategi, noe som krever kontinuerlig oppfølging av de eksterne forvaltere.

Før det inngås avtaler med eksterne forvaltere foretas en grundig evaluering og en

T E M A A R T I K K E L 1

gjør seg opp en mening om hvilke forventninger som kan knyttes til mandatet. Forventningene omfatter hva slags sammensetning porteføljen skal ha, hvor stor risiko som skal tas, hvordan porteføljen forventes å utvikle seg over tid, i hvilke markeder porteføljen skal forvaltes mv. Den konkrete forvaltningen av mandatene følges opp med utgangspunkt i dette rammeverket, og det iverksettes tiltak hvis forventningene ikke oppfylles.

Gruppen for eksternt renteforvaltning mottar også detaljerte rapporter om plasseringer, risiko og etterfølgelse av regler fra både interne systemer og forvalteren. Så lenge forvalteren opptrer i tråd med forventninger og innen gitte rammer, er det liten grunn til å iverksette tiltak. En investering i et mandat er ikke veldig forskjellig fra en investering i en enkelt aksje

eller obligasjon. Begge typer investeringer kan styres gjennom forventet risiko og avkastning, innen visse rammer.

Det er delt ut 24 mandater siden etableringen i 1998. I dag har Petroleumsfondet 21 aktive rentemandater under eksternt forvaltning. Dette innebærer en "turnover" på 5,2 prosent regnet ut fra aktiva under forvaltning. Dette er en svært lav "turnover". Den eksterne renteforvaltningsgruppen gjennomfører ikke hyppige endringer i allokeringen mellom ulike mandater og ulike eksterne forvaltere. Men i og med at noen av mandatene har betydelig eksponering mot enkelte risikofaktorer, kan det oppstå situasjoner i markedene som gjør det nødvendig med raske omplussinger.

Den store stabiliteten blant de eksterne forvalterne er neppe bare et resultat av rik-

tige investeringsbeslutninger, men også en følge av at den eksterne renteforvaltningsgruppen har vært heldige med valget av produkter, enkeltpersoner og organisasjoner. En annen faktor som bidrar til lav "turnover", er at programmene har vart i relativt kort tid, og at det er inngått mandatavtaler med en rekke eksterne forvaltere i løpet av de siste to årene. Det må påregnes at "turnover" vil øke i årene som kommer, blant annet gjennom endringer hos de eksterne forvalterne, for eksempel ved at nøkkelpersoner forlater organisasjonen. Norges Bank har erfart at dette har vært utbredt hos eksterne aksjeforvaltere, jf. omtale i egen temaartikkel i årsberetningen for 2003.



Petroleumsfondet har vokst til over tusen milliarder kroner på åtte år. Tilførslene av oljeinntekter fra den norske stat utgjør hovedtyngden av denne økningen. Når oljeinntekter i form av utenlandsk valuta overføres til Petroleumsfondet, utføres det transaksjoner der Norges Bank selger kontanter i utenlandsk valuta og kjøper utenlandske verdipapirer. Meglere og andre aktører krever honorar for å gjennomføre slike transaksjoner. Hvis Norges Bank kjøper store volumer, kan kjøpskursen for et verdipapir være høyere enn markedsprisen. Dette er eksempler på transaksjonskostnader. Det finnes ingen entydig metode for å beregne alle slike kostnader. Denne artikkelen ser nærmere på hvilke typer transaksjonskostnader Norges Bank pådrar seg i forbindelse med oppbyggingen av fondet, og hvilke utfordringer som en står overfor i arbeidet med å beregne slike kostnader.

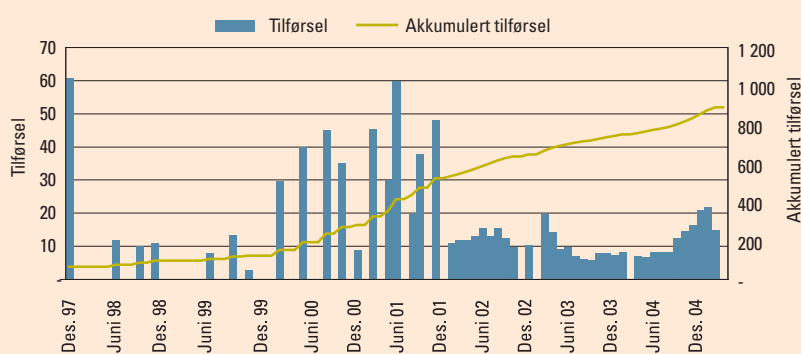
Innfasingskostnader i Petroleumsfondet

Innledning

Oljeinntekter i utenlandsk valuta innfases i Petroleumsfondet ved salg av valuta og kjøp av verdipapirer. Til og med første halvår 2004 ble de fleste kostnadene ved innfasingen belastet Petrobufferporteføljen, som er en del av Norges Banks valuta-reserver. Fra og med annet halvår 2004 dekkes kostnadene av Petroleumsfondet, noe som reduserer fondets avkastning.

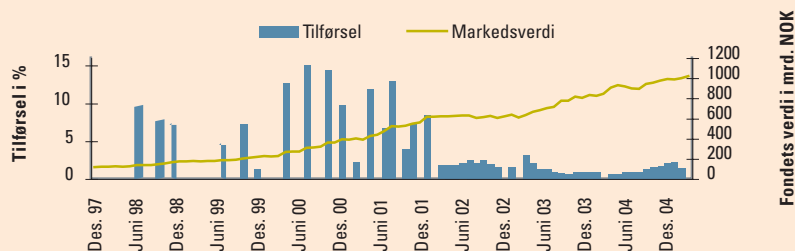
Figur 1 viser tilførsler til Petroleumsfondet siden 1997 og frem til i dag. De første årene fikk Petroleumsfondet tilført midler hvert kvartal, og det var stor variasjon i beløpene. Ved inngangen til 2002 besluttet Finansdepartementet å gå over til månedlige tilførsler. Ved utgangen av desember 2004 utgjorde de akkumulerte overføringene rundt 90 prosent av fondets

Figur 1: Tilførsler til Petroleumsfondet i mrd. kroner



T E M A A R T I K K E L 2

Figur 2: Tilførsler i prosent av fondets verdi



verdiøkning fra 1997. Avkastningen målt i internasjonalt valuta har økt fondets verdi med 20 prosent, mens sterkere kronekurs har redusert verdien med 10 prosent.

Venstre akse i figur 2 illustrerer hvor mye den enkelte tilførsel utgjør i prosent av fondets verdi. Av figuren fremgår at denne ande-

len har stabilisert seg på et lavt nivå de senere årene. Dette er et resultat av lavere og hyppigere tilførsler, samt vekst i fondets samlede verdi. Siden 2002 har den månedlige tilførselen utgjort mellom en og tre prosent av Petroleumsfondets verdi, men denne andelen vil avta etter hvert som fondet øker i verdi.

Når staten overfører oljeinntekter til Petroleumsfondet, utføres det handler der utenlandsk valuta selges og utenlandske verdipapirer (aksjer og obligasjoner) kjøpes. Verdipapirer vil sjelden eller aldri bli solgt i forbindelse med en ordinær tilførsel til Petroleumsfondet. Dette følger av retningslinjene fra Finansdepartementet. Denne artikkelen tar derfor kun for seg transaksjonskostnader knyttet til kjøp av verdipapirer. Transaksjonskostnader har vært drøftet i tidligere årsrapporter, blant annet i en temaartikkel i 1999 som gir en introduksjon til transaksjonskostnader, og en temaartikkel i 2002 som tar for seg kostnader ved store aksjehandler.

Transaksjonskostnader

Transaksjonskostnader reduserer fondsavkastningen, og det er derfor viktig å holde disse lavest mulig. Transaksjonskostnader kan reduseres ved å forbedre den operasjonelle effektiviteten i markedene, men selv et perfekt handelssystem vil aldri bli helt fritt for transaksjonskostnader. De forekommer i to kostnadstyper, direkte og indirekte.

Direkte transaksjonskostnader er godt synlige for alle parter i en handel og er forholdsvis enkle å måle. Grunnen er at dette er kostnader som påløper i tillegg til prisen man betaler for et verdipapir. Indirekte transaksjonskostnader er betydelig vanskeligere å måle. Det er utviklet modeller for å beregne de indirekte kostnadene, men ingen gir helt ut tilfredsstillende resultater.

Direkte transaksjonskostnader

Direkte transaksjonskostnader inkluderer blant annet oppgjørskostnader og provisjoner til meglere og andre aktører som bidrar til å gjennomføre handlene. I enkelte land, blant annet Storbritannia og Irland, betales også skatt i forbindelse med kjøp av verdipapirer. Den største komponenten av direkte kostnader er

provisjon til meglere. Størrelsen på provisjonen avhenger av flere forhold, blant annet prisen på verdipapiret som handles, volum, type handel, valg av megler og i hvilket marked handelen foregår. De direkte transaksjonskostnadene er høyere for aksjer enn for obligasjoner. Mange analyser forutsetter at de direkte kostnadene ved kjøp av renteinstrumenter er nær null.

Tilførslene til Petroleumsfondet

Gjennom Statens Direkte Økonomiske Engasjement (SDØE) eier den norske stat andeler i oljeformuen på norsk kontinentalsokkel. Statsaksjeselskapet Petoro ivaretar, på vegne av staten, de forretningsmessige forhold knyttet til SDØE. Petroleumsfondets behov for utenlandsk valuta dekkes først og fremst av SDØEs løpende valutainntekter. Dersom SDØEs brutto valutainntekter ikke er tilstrekkelige til å ivareta oppbyggingen av Petroleumsfondet, vil Norges Bank dekke det resterende behovet gjennom kjøp av valuta i markedet. Valutaen fra SDØE og fra Norges Banks kjøp samles i løpet av måneden opp i en egen portefølje, Petrobufferporteføljen. Petrobufferporteføljen inngår i Norges Banks valutareserver.

I en periode hver måned overføres midler fra Petrobufferporteføljen til Petroleumsfondet. Disse midlene investeres så i utenlandske verdipapirer i fondets to aktivaklasser (aksjer og obligasjoner), og i de regioner og land som er fastsatt i retningslinjer fra Finansdepartementet. Som illustrasjon er det i egen ramme i denne artikkelen gjengitt et eksempel på tilførselen til Petrobufferporteføljen og videre til Petroleumsfondet for juli 2004.

Det overføres normalt ikke midler til Petroleumsfondet i desember. Bakgrunnen for dette er at det er betydelig lavere likviditet i de internasjonale aksje- og obligasjonsmarkedene rundt årsskiftet. Lav likviditet innebærer blant annet at man må forvente høyere pris på verdipapirer på dette tidspunktet enn ellers i året.

De senere år har sterkere konkurranse mellom markedsaktørene og utviklingen av stadig mer avanserte elektroniske handelssystemer ført til reduserte provisjonskostnader for institusjonelle investorer som Petroleumsfondet.

Indirekte transaksjonskostnader

Indirekte transaksjonskostnader er vanskelige å måle fordi de fremkommer ved at den prisen man faktisk betaler ligger høyere enn markedsprisen på handletidspunktet. Indirekte transaksjonskostnader deles inn i tre hovedgrupper, likviditetskostnader, markedspåvirkning og alternativkostnader.

Likviditetskostnader

Likviditetskostnader er kostnader som påløper fordi det er liten omsetning av det verdipapiret man skal kjøpe. Lav likviditet kan for eksempel være et resultat av at det ikke finnes en åpen markeds plass for omsetning og prising av papiret. Investeringer i verdipapirer med lav likviditet har høyere

risiko enn investeringer i verdipapirer med høy likviditet, blant annet fordi det kan være vanskelig å finne en motpart som er villig til å kjøpe på det tidspunkt og til den prisen eieren av verdipapiret ønsker å selge. Det er også stor usikkerhet knyttet til hva som kan være en korrekt pris på verdipapiret.

”Market makers” er markedsaktører som har til hovedoppgave å sørge for best mulig likviditet i markedene gjennom kjøp og salg av verdipapirer. Likviditetskostnader er den kompensasjon de krever for den økte risikoen de pådrar seg for å handle verdipapirer med lav omsetning. De fleste modeller av likviditetskostnader tar utgangspunkt i forskjellen mellom verdipapirets kjøps- og salgskurs. ”Market makers” kjøper til kjøpskurs og selger videre til salgskurs, og kjøps-/salgskursforskjellen er et uttrykk for ”market makers” forventede fortjeneste.

Rapportert kjøps-/salgskursforskjell har siden 1970-tallet vært betraktet som et godt mål på likviditetskostnader for aksjer¹⁾. Den er et uttrykk for forskjellen mellom kjøp og salgspris på handler som allerede er avtalt i markedet. Det vil også foreligge mange åpne kjøps- og salgsordrer i markedet, for eksempel såkalte ”limit-orders”. Disse vil være med på å bestemme den gjeldende markedsprisen, men vil ikke bli reflektert i den rapporterte kjøps-/salgskursforskjellen før det eventuelt er inngått bindende avtale om handel. I aksjemarkedene er det ikke uvanlig at oppgjør skjer til en pris innenfor den rapporterte kjøps-/salgskursforskjellen. Dette innebærer at rapportert kursforskjell vil gi et for høyt anslag på likviditetskostnadene. En løsning er å beregne den såkalt virkelige eller effektive kursforskjellen²⁾. En annen løsning er å beregne den absolutte forskjellen mellom faktisk pris og den rapporterte midtprisen, der midtprisen er gitt ved gjennomsnittet av rapportert kjøps- og salgskurs. Begge disse metodene tar hensyn til faktiske markedspriser, og man får dermed korrigert anslaget for eventuelle handler som finner sted innenfor den registrerte ”spreaden”. En tredje tilnærming er å benytte halvparten av den rapportert kursforskjellen, noe som vurderes å være et lavere og mer realistisk anslag på likviditetskostnaden for aksjer.

I rentemarkedene er det ikke svært vanlig med oppgjør innenfor den rapporterte kjøps-/salgskursforskjellen. Full kursforskjell blir dermed et hensiktsmessig estimat på likviditetskostnader for obligasjoner.

Markedspåvirkning

Effekten av markedspåvirkning er mer betydelig for aksjer enn for obligasjoner. Kostnader forbundet med markeds påvirkning oppstår først og fremst ved handel av store volumer. Dersom man ønsker å kjøpe et større volum enn det en ”market maker” er villig til å selge til gjeldende pris, må man betale en høyere pris for å få gjort opp handelen. Dette fører til at markedsprisen vil øke.

Markedsprisen kan også endre seg hvis det oppstår rykter eller mistanke om at kjøper eller selger av større volumer har tilgang til ny informasjon som ikke er allment tilgjengelig i markedet. Kjøp av større poster kan lede til rykter om at kjøper har informasjon om en kommende prisstigning, og salg av større poster kan lede til mistanke om at selger har informasjon om en kommende prisnedgang. Markedsprisen kan komme til å endre seg uavhengig av om mistankene stemmer eller ikke. Dersom ny informasjon ikke foreligger, vil den nye prisen være basert på feilaktige forventninger og den vil etter en tid falle (eventuelt stige) tilbake til utgangspunktet.

I teorien er markeds påvirkning forskjellen mellom den prisen man har betalt, og den gjeldende (uforstyrrede) markedsprisen som forelå like før handelen ble inngått. Den uforstyrrede markedsprisen er vanskelig å observere, og det er derfor svært vanskelig å måle de eksakte kostnadene knyttet til markeds påvirkning.

1) Demsetz, H. 1968. ”The Cost of Transacting”. Quarterly Journal of Economics, vol. 82, nr. 1, side 33-53.

2) Roll, R. 1984. ”A Simple Implicit Measure of the Effective Bid-Ask Spread in an Efficient Market”. Journal of Finance, vol. 39, nr. 4, side 1127-39.



T E M A A R T I K K E L 2

Man kan forsøke å unngå markeds-påvirkning ved å splitte handelen i flere mindre deler. En annen løsning kan være å benytte seg av det såkalte "upstairs" markedet. Dette er et eget marked der likestilte aktører møtes for kjøp og salg av større volumer. Fordelen med dette markedet er at man handler med en diskret motpart og at ordren ikke blir registrert før den er gjort opp. Ulempen med "upstairs" markedet er at det kan være en tidkrevende prosess. I tillegg kan de direkte transaksjonskostnadene være betydelig høyere enn dersom man handler gjennom de vanlige markedskanalene.

Alternativkostnader

Dersom verdipapiret en investor må kjøpe ikke er tilgjengelig på det tidspunkt og/eller til den pris man ønsker, kan investoren velge mellom flere alternative strategier som å utsette handelen, kjøpe et papir med tilnærmet de samme egenskapene som førstevalget (et nært substitutt), eller velge å ikke handle. Ulempen med disse strategiene består i at det kan oppstå såkalte alternativkostnader. Disse kostnadene er vanskelig å måle. Alternativkostnader oppstår for eksempel dersom man velger å utsette kjøpet og prisen stiger i ventetiden, dersom man kjøper et substitutt og verdien av dette utvikler seg svakere enn førstevalget, eller dersom man avstår fra å handle og det aktuelle verdipapiret senere viser seg å stige i verdi.

En anerkjent metode - Implementeringsavvik

En metode for beregning av transaksjonskostnader er implementeringsavvik ("Implementation Shortfall"). Metoden ble introdusert av Treynor³⁾ på begynnelsen av åttitallet, men det er Perold som blir betraktet som modellens opphavsmann, i forbindelse med en artikkel som ble publisert i 1988⁴⁾. Modellen beregner et samlet tall for direkte og indirekte transaksjonskostnader. Transaksjonskostnadene framkommer ved å sammenligne den faktiske porteføljen med en teoretisk portefølje over et tidsintervall.

Før arbeidet med å selge valuta og kjøpe verdipapirer starter, settes det sammen en liste over de verdipapirer man skal investere innfasingsbeløpet i. Den teoretiske porteføljen vil bestå av alle verdipapirer på listen. Det forutsettes at alle kjøp i den teo-

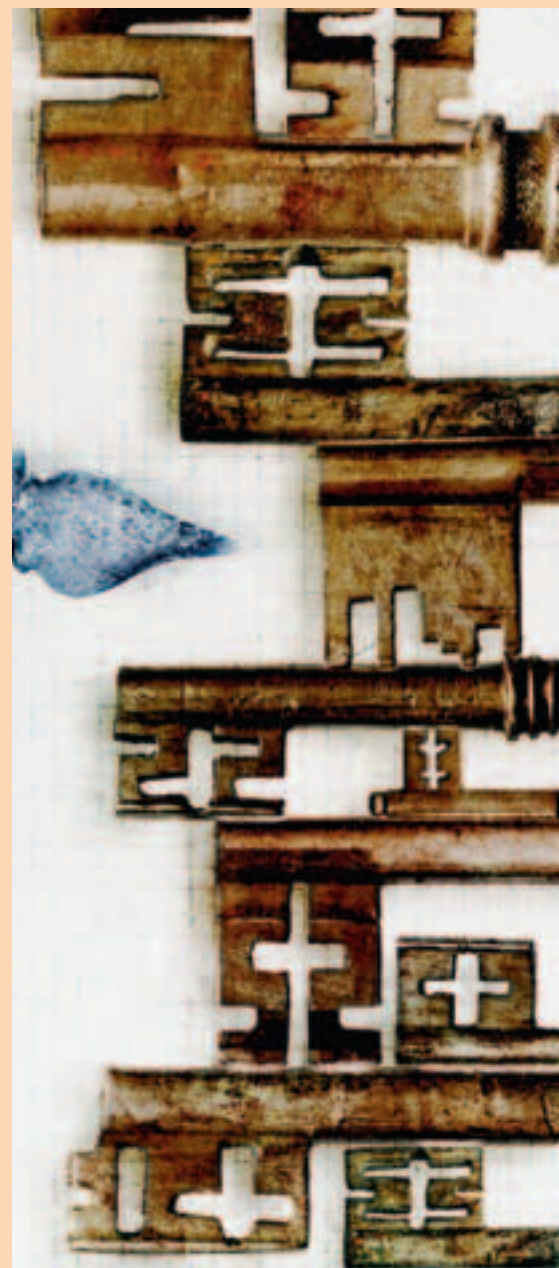
retiske porteføljen gjennomføres øyeblikkelig og til den gjeldende markedsprisen på beslutningstidspunktet, det vil si at direkte og indirekte handlekostnader vil være lik null. Den faktiske porteføljen vil avvike fra den teoretiske porteføljen fordi man, som drøftet ovenfor, ikke nødvendigvis får kjøpt alle verdipapirer som står på listen på det tidspunkt og til den pris man måtte ønske. I tillegg vil den faktiske porteføljen også inneholde direkte handlekostnader.

Figur 3 viser hvordan de totale transaksjonskostnadene (implementeringsavviket) vil fremgå av forskjellen i verdi mellom den teoretiske porteføljen og den faktiske porteføljen på et forhåndsbestemt tidspunkt eller tidsperiode.

Metoden er tiltalende fordi den er enkel og oversiktlig i teorien, men dessverre er den ikke svært enkel å benytte i praksis. Det kreves blant annet et klart skille mellom den faktiske porteføljen (innfasingsporteføljen) og den porteføljen som skal tilføres de nye midlene. Dette er ikke å foretrekke når målet ikke bare er å estimere transaksjonskostnader, men også å gjennomføre en mest mulig kostnadseffektiv totalforvaltning av Petroleumsfondet. Et annet problem er at metoden ikke gir en entydig forklaring av hva som er et hensiktsmessig beslutningstidspunkt, dvs. det fremgår ikke klart når man skal starte og avslutte målingene.

3) Treynor, J. "What does it take to win the Trading Game?", *Financial Analysts Journal*, vol. 37, nr. 1, s. 55-60, 1981.

4) Perold, A. "The Implementation Shortfall: Paper versus Reality". *Journal of Portfolio Management*, vol. 14, nr. 3, s. 4-9, 1988.



Figur 3: Illustrasjon av implementeringsavvik



Markedspraksis

Arbeidet med estimering og måling av transaksjonskostnader skjøt fart mot slutten av 1990-tallet, men nasjonale og internasjonale regelverk er fortsatt mangelfulle når det gjelder regler og retningslinjer for måling og presentasjon av transaksjonskostnader. Behovet for overordnede retningslinjer og markedsstandarder for beregning av transaksjonskostnader er drøftet både i artikler og høringsuttalelser den senere tid⁵⁾.

”The Global Investment Performance Standards” (GIPS)

er et sett med retningslinjer for beregning og presentasjon av investeringsresultater, som er høyt anerkjent blant aktører i finansmarkedene over hele verden. Det har i lengre tid vært arbeidet med et tillegg til GIPS som vil omhandle transaksjonskostnader. Videre har forslag til retningslinjer fra USAs ”Securities and Exchange Commission” (SEC) vært til høring, men de er ennå ikke vedtatt⁶⁾. I Norge har det ikke blitt offentliggjort dokumentasjon om dette temaet. Investeringsbanker, fondsforvaltere,

og andre markedsaktører som handler for egen regning eller på oppdrag fra andre, har nå tatt initiativ for å utvikle metodikk og systemer for estimering av transaksjonskostnader. Dette er aktører med høy teoretisk og praktisk kompetanse om transaksjonskostnader, noe som skulle tyde på at disse modellene vil få et godt teoretisk fundament og vil gi et fornuftig anslag på transaksjonskostnadene. Dette er imidlertid markedsaktører som har direkte økonomiske interesser i å fastsette markedsnormer. Det

er derfor å foretrekke at normer fastsettes av reguleringsmyndigheter eller andre instanser som er markedsuavhengige.

Beregning av implementeringsavvik er den metoden som er mest anerkjent av markedsaktørene. Fordi den har vist seg vanskelig å gjennomføre i praksis, benyttes forenklede varianter der direkte og indirekte kostnader estimeres hver for seg.

Halv kjøps-/salgskursforskjell er mye benyttet som estimat på likviditetskostnader i aksjemarkedene. Det er stor grad av enighet om hvilke faktorer det er som forårsaker markeds påvirkning. Det er ikke like stor enighet om hvordan disse faktorene bør vektlegges for å komme fram til et godt estimat på omfanget av kostnadene. I aksjemarkedene blir egenutviklede modeller for estimering av markeds påvirkning og alternativkostnad mye brukt. Dette er såkalte proprietære modeller, dvs. at den underliggende informasjon om modellen ikke er allment tilgjengelig. I rentemarkedene er det størst fokus på likviditetskostnader.

Kostnader ved innfasing av nye midler i aksjeporteføljen

Aksjeavdelingen i Norges Bank Kapitalforvaltning har estimert transaksjonskostnadene for 2004

	Andel av overføringsbeløpet
Kommisjon	0,05%
Skatter/Avgifter	0,10%
1/2 Kjøps-/salgsdifferanse	0,05%
Estimert markeds påvirkning	0,25%

Forklaringer

Kommisjon er beregnet ved å anta at man kjøper referanseporteføljen til inngangskurser på porteføljen. Videre antas en fordeling mellom programhandler og enkeltaksjehandler på 80/20, der programhandler har vesentlig lavere kommisjon enn enkeltaksjehandler.

Skatter/Avgifter Det antas at referanseporteføljen kjøpes til inngangskurser, og skatter/avgifter beregnes på bakgrunn av dette. Den største delen av disse kostnadene kommer fra "stamp duty" i Storbritannia, der denne kostnaden tilsvarer 0.5 prosent av kjøpevolum.

Kjøps-/salgsdifferanse er beregnet ved å se på forskjellen mellom kjøps- og salgskurser på aksjene i referanseporteføljen. Referanseporteføljen prises til sluttkursene som kan være kjøpekurs eller salgskurs. Over tid kan det være rimelig å anta 1/2 kjøps-/salgsdifferanse som et kostnadselement

ved innfasing av nye midler. Her er 1/2 kjøps-/salgsdifferanse beregnet med et eksternt utviklet modellverktøy, men det kan enkelt beregnes ved å bruke markedsdata tilgjengelig fra for eksempel Bloomberg eller Reuters.

Estimert markeds påvirkning er et estimat på markeds påvirkningen ved å handle aksjene i referanseporteføljen. Også dette estimatet er beregnet ved å bruke et eksternt modellverktøy. Viktige størrelser i modellen er 1/2 kjøps-/salgsdifferanse, volatilitet og likviditet i porteføljen. Legg merke til at 1/2 kjøps-/salgsdifferanse også inngår i dette estimatet, slik at estimert markeds påvirkning og 1/2 kjøps-/salgsdifferanse ikke er additive størrelser. Estimert markeds påvirkning er bare et estimat på hva det vil koste å kjøpe referanseporteføljen. Det vil i tillegg være kostnader for å opprettholde den aktive risikoen i fondet. Denne kostnaden er beregnet til å være 0,19 prosent.

5) Se for eksempel R. Collie, "Performance Standards for Transition Management", The Journal of Performance Measurement, Vol 7, nr. 2, Vinteren 2002/2003, s. 51-59.

6) U.S. Securities and Exchange Commission, "Concept Release: Request for Comments on Measures to Improve Disclosure of Mutual Fund Transaction Costs", File No. S7-29-03, 2003 (<http://www.sec.gov/rules/concept/33-8349.html>). Jf. svar fra Barclays Global Investors og ITG inc. (<http://www.sec.gov/rules/concept/s72903.html>)

T E M A A R T I K K E L 2

Den senere tid har det vokst frem et økende fokus på kundetilfredshet, noe som har satt søkelyset på de kvalitative sidene ved gjennomføringen av en innfasing. Det begynner blant annet å bli vanlig praksis at kunden og den som har fått oppdraget med å utføre innfasingen, møtes i forkant for å fastsette et estimat på transaksjonskostnadene. I etterkant har man en gjennomgang av hvordan innfasingen ble håndtert. Formålet er at kunden skal få forståelse for de positive og negative avvikene mellom de "faktiske" transaksjonskostnadene og det estimatet som ble fastsatt i forkant.

For en oversikt over de aktuelle markedsaktørene og deres metoder for beregning av transaksjonskostnader se nettversjonen av "PLANS-PONSOR Magazine" (www.plansponsor.com). Dette er en kommersiell informasjonskanal som tar for seg amerikanske pensjonsfond. Artikkelen "Transition Management Survey 2004" gir resultater av en spørreundersøkelse som ble gjennomført i 2004.

Når man skal estimere transaksjonskostnader, er det en forutsetning å ha tilgang til store mengder pålitelig informasjon om blant annet verdipapirpriser (som for eksempel kjøp-, salgslutt- og faktisk transaksjonspris) og omsatt volum på ulike tidspunkter. For bare få år siden var dette et stort problem i rentemarkedene, spesielt for mindre likvide verdipapirer, papirer som handles i OTC-markedene, og papirer som handles i mindre etablerte markeder. Ny teknologi har bidratt til at det i dag er mye bedre tilgang på nødvendig prisinformasjon. Mange store markeds-

aktører har de senere år inngått samarbeid for å utveksle viktig informasjon om transaksjonspriser og volum. Dette har ført til en vesentlig forbedring i tilgangen til pålitelige markedsdata.



Beregning av innfasingskostnader i Petroleumsfondet

Transaksjonskostnadene reduserer fondsavkastningen. Det er derfor et viktig mål for Norges Bank at disse kostnadene skal være så lave som mulig. Til og med første halvår 2004 ble nye midler overført til Petroleumsfondet i verdipapirer, og innfasingskostnadene ble da belastet den porteføljen midlene kom fra (Petrobufferporteføljen). Fra og med siste halvår 2004 har nye midler blitt overført i form av kontanter, noe som innebærer at innfasingskostnadene belastes Petroleumsfondet direkte gjennom redusert fondsavkastning.

Økende interesse for transaksjonskostnader blant markedsaktørene, samt overgangen til nytt innfasingsregime, har vært de viktigste årsakene til at det ble iverksatt et arbeid med å beregne innfasingskostnader. Det er et minimumskrav at

beregningene skal være i tråd med gjeldende markedsstandarder og de uskrevene regler som fremgår av beste praksis i markedet. Inntil det foreligger et sett markedsstandarder, og/eller krav fra myndighetene for estimering av transaksjonskostnader, har Norges Bank valgt å ta utgangspunkt i de metoder og modeller som be-

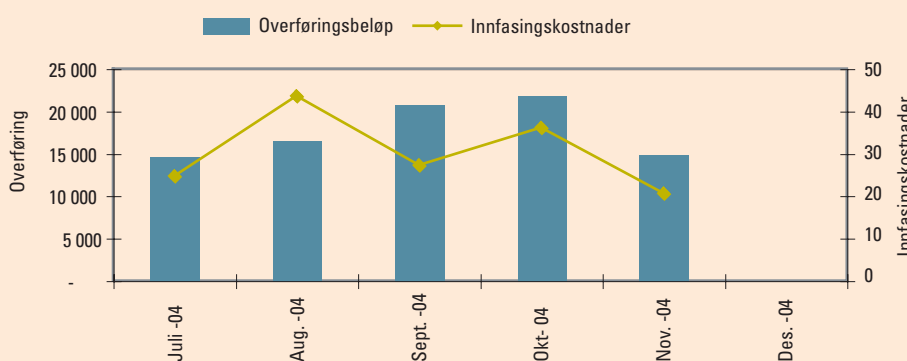
nyttes av tilsvarende markedsaktører.

Videre er det viktig å oppnå aksept for den metode som benyttes. Modellen skal være forståelig og etterprøvable, det vil si at det skal være mulig å gjennomføre en uavhengig kontroll av estimatene. Dette er viktig for å gi den grad av innsyn som er nødvendig for å sikre tillit og

troverdighet til forvaltningen av Petroleumsfondet. Det er derfor et krav at modellen skal være så enkel som mulig, men den må også være tilstrekkelig omfattende til å gi et fornuftig estimat på de kostnadene som påløper når det overføres valuta til Petroleumsfondet.

Til sist har det vært et mål å tilstrebe likebehandling mel-

Figur 4: Overføringsbeløp og innfasingskostnader i millioner kroner



lom aktivklassene i Petroleumsfondet og mellom de fond som forvaltes av Norges Bank Kapitalforvaltning. Eventuelle forskjeller mellom aktivklassene og fondene bør være begrundet i fundamentale forskjeller, som for eksempel hvordan markedene er organisert. Dette vil forenkle modellen, noe som er en fordel med hensyn til forståelighet og etterprøvnbarhet. I tillegg vil dette legge til rette for like-

behandling i forbindelse med måling av de resultater som oppnås i de enkelte aktivklasser og fond.

I årsrapportens kapittel 2.2 er det oppgitt at kostnadene ved innfasing av nye midler i annet halvår 2004 er beregnet til om lag 152 millioner kroner. Disse estimatene tar utgangspunkt i den teori og markedspraksis som er presentert i denne artikkelen. Figur 4 gir en oversikt over overføringsbeløp og inn-

fasingskostnader for siste halvår 2004. Venstre akse gir verdien på overføringsbeløpet og høyre akse gir størrelsen på kostnadene. Det ble ikke overført midler til Petroleumsfondet i desember 2004.

Innfasingskostnadene vil variere med størrelsen på innfasingsbeløpet, men det er også andre faktorer som spiller inn. Et eksempel på dette er september, da overføringen var høyere og innfasingskostnad-

ene lavere enn i august. Dette har sammenheng med hvor overføringen ble investert. I september gikk nesten hele overføringen til rentemarkeder som hadde relativt moderate innfasingskostnader. I august gikk to tredjedeler av overføringen til aksjemarkedene i Europa, der både direkte og indirekte transaksjonskostnader var forholdsvis høye.

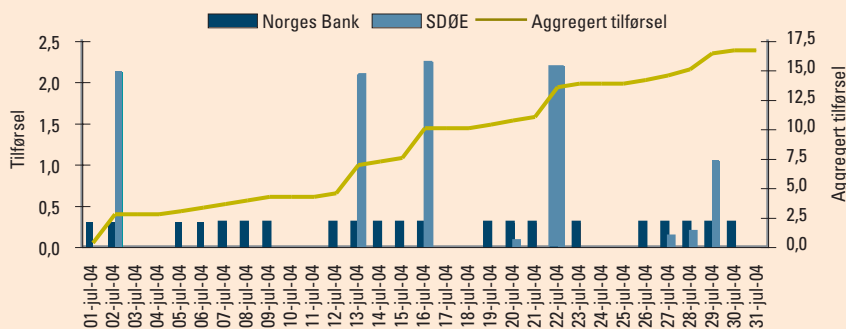
Direkte kostnader

Provisjonskostnader, som er den største komponenten av direkte kostnader, avhenger blant annet av type handel. I Norges Bank Kapitalforvaltning blir mellom 50 og 80 prosent av overføringene til aksjeporteføljen gjort i form av programhandler⁷⁾, mens de resterende aksjeoverføringene gjøres ved handel av enkeltaksjer. Norges Bank Kapitalforvaltning har beregnet kostnadene ved programhandler til om lag 3 basispunkter av handlet beløp og kostnadene ved handel i enkeltaksjer til 2-15 basispunkter av handlet beløp. Beregningene for siste halvår 2004 fremkommer ved å benytte en fast prosentandel for henholdsvis programhandler og handel i enkeltaksjer. Skattekostnaden fremkommer ved å benytte skattesatsene i de enkelte land som har fått tilført midler.

Eksempel på overføringer via Petrobufferporteføljen til Petroleumsfondet i juli 2004.

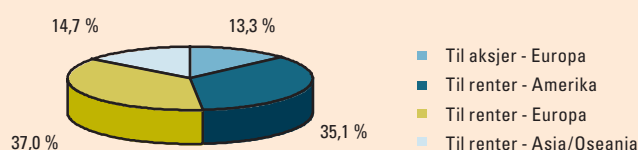
Figur A nedenfor gir et eksempel på daglige overføringer til Petrobufferporteføljen for juli 2004. Norges Bank fastsetter sine daglige valutakjøp på bakgrunn av Petros estimater på månedens tilførsel av valuta-inntekter, samt størrelsen på overføringsbeløpet til Petroleumsfondet ved utgangen av måneden. Det er Finansdepartementet som fastsetter overføringsbeløpet. I juli var Norges Banks daglige valutakjøp 35 millioner euro, eller 300 millioner kroner. Linjen i figuren nedenfor viser hvordan tilførslene fra SDØE og Norges Bank økte verdien på petrobufferporteføljen med til sammen 16,3 milliarder kroner i løpet av måneden.

Figur A: Tilførsel til Petrobufferporteføljen i juli (milliarder NOK)



I løpet av juli ble det overført 14,6 milliarder kroner fra Petrobufferporteføljen til Petroleumsfondet. 1,9 milliarder kroner ble overført til investeringer i aksjeinstrumenter og 12,7 milliarder kroner til investeringer i renteinstrumenter. Regionsfordelingen innad i aksje- og renteporteføljen fremgår av figur B nedenfor. I aksjeporteføljen var det bare Europa som fikk tilført midler, mens renteporteføljen fikk tilført midler i Petroleumsfondets tre geografiske regioner.

Figur B: Tilførsel til Petroleumsfondet juli 2004



7) Programhandel innebærer at flere aksjer (eller en portefølje av aksjer) handles samtidig. Det motsatte av programhandel er handel i enkeltaksjer. I følge "The Concise Encyclopedia of Economics, definerer New York Stock Exchange en handel som en programhandel dersom den involverer femten eller flere aksjer og har en samlet verdi på over 1 million USD.

T E M A A R T I K K E L 2

Indirekte kostnader

Likviditetskostnadene er beregnet ved en halv kjøps-/salgskursforskjell for aksjer og full kursforskjell for renter. Forskjellen i metode er begrunnet ut fra prissettingen i den porteføljen Petroleumsfondet vurderes mot (referanseporteføljen). Aksjereferanseporteføljen er verdsatt ved hjelp av de priser som foreligger ved handle-dagens slutt ("close" priser). I rentereferanseporteføljen blir de fleste verdipapirer priset til kjøpskurs. I Petroleumsfondet kjøpes de fleste rentepapirer til gjeldende salgskurs og de fleste aksjer til en pris mellom kjøps- og salgskurs.

Referanseporteføljen mottar ikke overføringer og pådrar seg derfor ikke de samme innfasingskostnadene som Petroleumsfondet. Alt annet like, må det derfor forventes at avkastningen i Petroleumsfondet vil være lavere enn i referanseporteføljen. Det kan vises at denne forskjellen i avkastning kan estimeres ved en full kjøps-/salgskursforskjell for renteporteføljen, og en halv kursforskjell for aksjeporteføljen.

I tillegg vil det påløpe kostnader som resultat av at overføringene er av betydelig størrelse (markedspåvirkning). Denne kostnadskomponenten er spesielt omfattende for aksjer. De modeller og systemer som er nødvendig for å foreta slike beregninger, bygger på forutsetninger som ikke er allment tilgjengelige. Det har derfor ikke vært mulig å kvalitetssikre resultatene. I sin beslutning om å se bort fra kostnader som er beregnet med utgangspunkt i slike modeller, har Norges Bank Kapitalforvaltning lagt stor vekt på behovet for å kvalitetssikre modellene. Grunnen til dette er at tilbyderne av disse systemene handler verdipapirer

for egen og andres regning, og at det derfor er en mulighet for at de ikke har den uavhengighet som er nødvendig for å få et objektivt anslag på transaksjonskostnadene.

Verdien av Norges Banks beregninger er begrenset av at man ikke har funnet en til-

fredsstillende løsning for å estimere effekten av markeds-påvirkning for aksjer. Empiriske undersøkelser viser at markeds-påvirkning utgjør en betydelig komponent av innfasingskostnadene. Blant annet estimerer StockFactsPro markeds-påvirkning for 2004 til å utgjøre 25

basispunkter av overførings-beløpet, jf egen ramme. Norges Banks estimerer for 2004 ser bort fra markeds-påvirkning, og vil derfor gi en betydelig undervurdering av de faktiske transaksjonskostnader som påløper når oljeinntekter overføres til Petroleumsfondet.

Kostnader ved aksjehandler på internasjonal børser

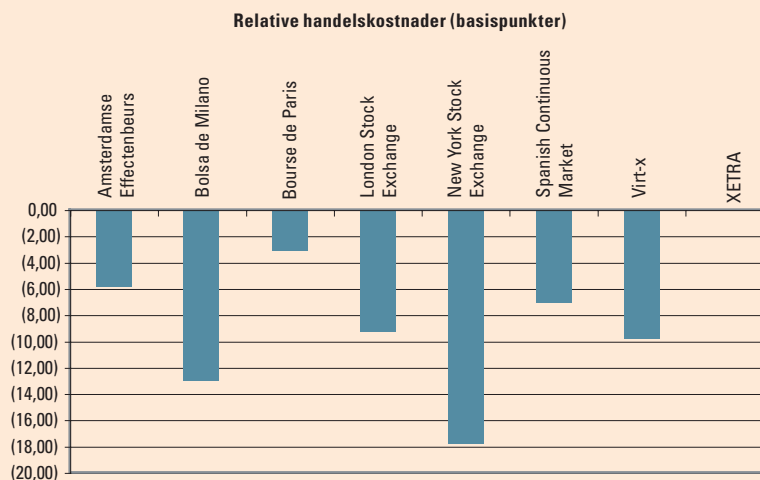
Aksjeavdelingen i Norges Bank Kapitalforvaltning har analysert transaksjonskostnadene ved aksjehandel på de store internasjonale børsene. Implementeringen av handler er en viktig del av investeringsprosessen, og en effektiv utførelse er en kritisk faktor for meravkastning. Formålet med slike analyser er både å få et godt estimat på de faktiske kostnadene, og å benytte tallmaterialet til å effektivisere gjennomføringen av aksjehandler.

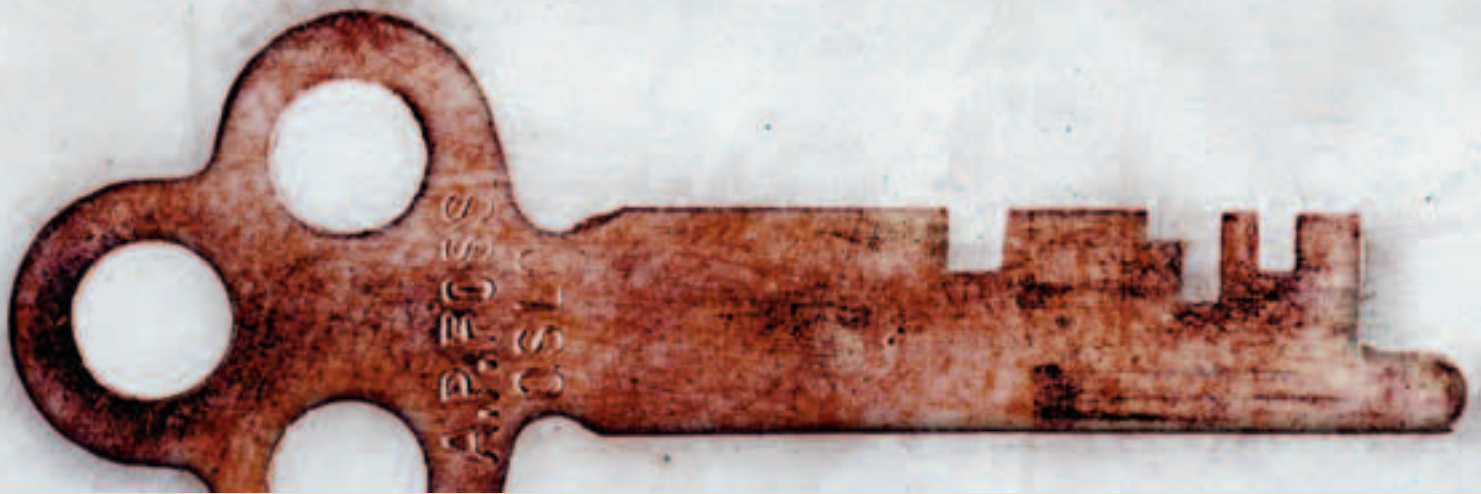
I denne rammen er det benyttet en metode der kostnaden fremkommer som forskjellen mellom den faktiske transaksjonspris og den gjeldende markedspris på det tidspunkt handelen ble sendt til handlebordet. Direkte kostnader som provisjoner, skatter og børsavgifter, er ikke inkludert i analysen slik at sammenligningsgrunnlaget blir mest mulig likt. Beregningene tar hensyn til mange viktige aspekter ved implementering av handler, inkludert forskjellen mellom kjøps- og salgskurs, beslutninger tatt av den som utfører handelen, og den påvirkning på aksjekursen som handelen måtte ha. Selv om også mange andre faktorer påvirker beregningene (for eksempel selskapsnyheter, generell markedsutvikling, likviditet og volatilitet),

gir metoden en rimelig sammenligning av kostnader, og en innsikt i transaksjonsprosessen fordi mange handler inngår i beregningsgrunnlaget.

Figuren nedenfor viser transaksjonskostnadene ved handel i enkeltaksjer (ikke programhandler) på en del internasjonale børser i 2004. I figuren er det tatt med børser hvor andelen av Norges Banks samlede handelsvolum var høyere enn 2,5 prosent. Til sammen utgjorde handler på disse børsene mer enn 85 prosent av Norges Banks totale handelsvolum i 2004. Kostnadene er beregnet i forhold til den børsen hvor kostnadene var lavest (den tyske XETRA, satt til null) og i basispunkter av omsatt beløp. Dette gir et godt bilde av hvor mye det koster å handle på de enkelte markedene i forhold til den med lavest kostnad. Det fremgår av tabellen at for Norges Bank Kapitalforvaltning var New York-børsen den markeds-plassen der kostnadene var høyest.

Ved denne sammenligningen er det ikke tatt hensyn til børsavgifter mv. Av de børsene som er tatt med her, er det særlig London-børsen som har høye avgifter.





Investeringer i det kinesiske aksjemarkedet

Kina er i ferd med å bli en av verdens største økonomier. Likevel er kun en ubetydelig del av Petroleumsfondet plassert i kinesiske aksjeselskaper. En viktig årsak er at det kinesiske aksjemarkedet ennå er forholdsvis lite, og at det er vesentlige begrensninger på utlendingers adgang til å handle aksjer på de to børsene i fastlands-Kina: Shenzhen- og Shanghai-børsene. I denne artikkelen belyses Petroleumsfondets investeringer i det kinesiske markedet. Artikkelen gir også en gjennomgang av Kinas økende betydning for veksten i verdens økonomi og handel, samt innvirkningen på ulike sektorer i aksjemarkedet.

Utleidningers muligheter til å investere i det kinesiske aksjemarkedet er i realiteten svært begrenset. I størrelse er det kinesiske aksjemarkedet noe mindre enn markedene i Italia og Frankrike. Kun ca ni prosent av markedet er tilgjengelig for utlendinger. En rekke av de aksjene utlendinger kan investere i, er illikvide. I tillegg er de regulatoriske forholdene fortsatt umodne, spesielt når det

gjelder eierrettigheter. Dette kapitlet gjennomgår årsakene til at Petroleumsfondet i liten grad har benyttet adgangen til å investere i det kinesiske markedet.

Markedskapitalisering

Total markedskapitalisering av alle kinesiske aksjer som er tilgjengelig for den vanlige kinesiske investor og notert på de børsene i fastlands-Kina

(Shenzhen- og Shanghai-børsene), var ca. 540 milliarder USD ved utgangen av 2003. Denne delen av markedet utgjør ca 26 prosent av det totale kinesiske markedet på vel 2000 milliarder USD. Utlendinger har bare en begrenset tilgang til det kinesiske aksjemarkedet gjennom en egen kvote som betegnes B-aksjer. B-aksjene utgjør ca 5 prosent av det totale aksjemarkedet i fastlands-

Kina. Mesteparten av markedsverdiene på de to innenlandske børsene, ca 70 prosent, er ikke tilgjengelig for vanlige innenlandske eller utenlandske investorer i Kina. Den tilgjengelige delen av aksjemarkedet er noe større enn aksjemarkedene i Sør-Korea og Taiwan, men noe mindre enn aksjemarkedene i Italia og Frankrike.

T E M A A R T I K K E L 3

Verdien av et lands aksjemarked reflekterer i liten grad størrelsen og betydningen av landets økonomi, og markedsverdien av et lands aksjeselskaper målt i forhold til BNP varierer betydelig fra land til land. Verdien av aksjeselskapene i verdens største økonomi, USA, utgjør vel 150 prosent av landets BNP. Verdien av det kinesiske aksjemarkedet utgjør ca 40 prosent av Kinas BNP. Til sammenligning er forholdstallet for Storbritannia 140 prosent, for Frankrike 75 prosent og for Italia bare 40 prosent. I Taiwan utgjør verdien av aksjeselskapene 135 prosent av BNP, mens det tilsvarende tallet for Sør-Korea er vel 50 prosent. Figur 1 gir en oversikt over en del aksjemarkeders samlede verdi absolutt sett og sett i forhold til størrelsen på landets økonomi målt ved bruttonasjonalproduktet.

Forskjellene i verdien av ulike lands aksjemarkeder kan tilskrives en rekke faktorer: Ulikheter i statlig sektors rolle og oppgaver, ulikheter i det offentlige eierandeler i næringslivet, ulikheter i næringslivets lønnsomhet, ulikheter i næringslivets bruk av aksjemarkedet som kapitalkilde og innslaget av globale selskaper. Den vik-

Petroleumsfondets investeringer i fremvoksende markeder

Det kinesiske aksjemarkedet er en del av en gruppe aksjemarkeder som kalles fremvoksende markeder. Investeringer i disse markedene har gjennomgående høy risiko, fordi fremvoksende markeder karakteriseres ved at de er små, illikvide og ofte har umodne regulerings- og styringssystemer. Dette begrenser i praksis tilgjengeligheten for utenlandske investorer.

De fremvoksende markedene i Brasil, Mexico, Sør-Korea, Taiwan og, Sør-Afrika inngår i Petroleumsfondets referanseindeks. I tillegg inngår også markedene i Chile, Polen, Tsjekkia, Tyrkia, Ungarn, Israel, Filippinene, India, Kina, Malaysia og Thailand i fondets investeringsunivers. Forskjellen mellom markeder i referanseindeksen og investeringsuniverset er størrelse og likviditet. Det stilles de samme krav til oppgjørssystemer, regulering av verdipapirmarkedene og økonomisk og politisk stabilitet for alle fremvoksende markeder.

Petroleumsfondet benytter FTSEs verdensindeks som referanseindeks for investeringer i fremvoksende markeder. De fem fremvoksende aksjemarkedene som er med i referanseindeksen, utgjør kun 2,5 prosent av FTSEs verdensindeks. De ytterligere 11 fremvoksende markedene som inngår i investeringsuniverset, utgjør kun 1,8 prosent av FTSEs verdensindeks. Samlet utgjør fremvoksende markedet fem prosent av FTSEs verdensindeks.

Det store paradokset ved de fremvoksende aksjemarkedene er forskjellen mellom landenes beskjedne betydning for institusjonelle investorer, og landenes store betydning for veksten i verdensøkonomien og verdenshandelen. De siste årene har disse landene bidratt til en større del av veksten i økonomi og handel enn G7-landene (USA, Japan, Tyskland, Storbritannia, Frankrike, Italia og Canada). Mye tyder på at landenes betydning for veksten i økonomi og handel vil øke de nærmeste tiårene. Prognoser indikerer at Kina kan bli verdens største økonomi målt ved kjøpekraftparitet allerede om ti til tyve år.

tigste enkeltårsaken til forskjellene i markeds kapitalisering er andelen globale selskaper. En rekke store, internasjonale selskaper er hjemmehørende i USA og notert på amerikanske børser. Eksempler er General Electric, Exxon, IBM, Microsoft, Johnson & Johnson, American International Group og

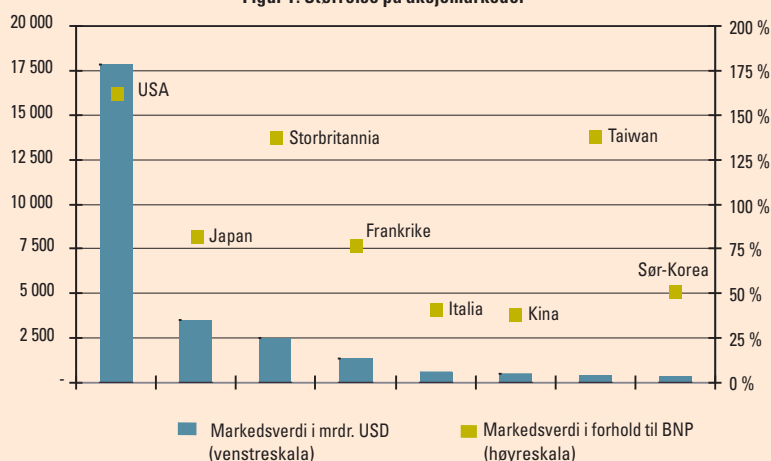
Pfizer. Av verdens 10 største selskaper målt etter markeds kapitalisering er syv amerikanske og tre britiske.

Kina har i realiteten ingen globale selskaper, og strukturen i kinesisk næringsliv er vesentlig annerledes enn i USA og andre store industriland. Kinesisk næringsliv preges av

små produsenter. Innen stålindustrien er det for eksempel flere enn 1000 mindre bedrifter. Kina er verdens største produsent av varer som stål, klær og sko, men vi finner likevel ikke kinesiske selskaper blant verdens største i disse sektorene.

Småbedriftene støttes av sine hjemkommuner eller delstatsregjeringer, og har hatt rikelig tilgang på kreditt gjennom Kinas fire store statlige banker. Disse bankenes utlån har ikke vært styrt av kreditt-risiko, men av politiske prioriteringer. Tilgangen på politisk styrt kreditt har redusert behovet for aksjemarkedet som kapitalkilde. Mulighetene for å skape større bedrifter gjennom oppkjøp har vært svært begrenset, og bedriftenes lønnsomhet hemmes av overproduksjon og prispress.

Figur 1: Størrelse på aksjemarkeder



Markedsstruktur og likviditet

Kina har to innenlandske børser, Shenzhen og Shanghai. Det innenlandske aksjemarkedet er dominert av den kinesiske stat og statlig eide selskaper og institusjoner, som til sammen kontrollerer 64 prosent av markedsverdien av kinesiske børsnoterte selskaper. Kun ni prosent av det samlede kinesiske aksjemarkedet er åpent for utlendinger. Staten eier betydelige andeler også i de selskapene utlendinger kan investere i, og i praksis er kun ca 30 prosent disse aksjene fritt omsettelige. De store statlige eierandelene begrenser likviditeten i markedet. Deler av det innenlandske marked som er åpent for utlendinger, er svært illikvid.

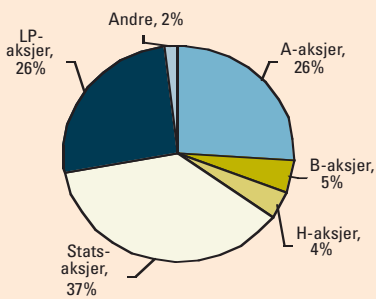
Figur 2 gir en oversikt over strukturen i det kinesiske aksjemarkedet. Markedet er delt inn i fem grupper, som hver har spesielle restriksjoner når det gjelder salg og eierskap.

Stats-aksjer er aksjer eid av det kinesiske finansdepartementet eller offentlige instanser på lokal- eller delstatsnivå. Disse aksjer er ikke tilgjengelige for utlendinger, og utgjør 37 prosent av det kinesiske aksjemarkedet.

LP-aksjer, eller "Legal Person shares" er aksjer eid av kinesiske selskaper eller institusjoner, i all hovedsak offentlige. Disse aksjer utgjør 26 prosent av det kinesiske aksjemarkedet.

A-aksjene er aksjer som primært kan eies av kinesiske privatpersoner. A-aksjene handles i lokal valuta og noteres på de innenlandske børsene i Shanghai og Shenzhen. A-aksjene er de mest likvide aksjene i det kinesiske markedet; rundt 50 prosent av aksjene er tilgjengelig i markedet ("free float"). A-aksjene åpnes gradvis for utlendinger gjennom spesielle kvoter. Utlendinger som kjøper slike kvoter, må binde investeringen i flere år. Aksjene er høyt priset, og kvaliteten står ofte ikke i forhold til prisen. Av disse grunnene har institusjonelle investorer så langt vist begrenset interesse for kjøp av kvoter. A-aksjene utgjør ca 26 prosent av verdien av det kinesiske aksjemarkedet.

Figur 2. Kapitalstruktur i det kinesiske aksjemarkedet (prosent av samlet aksjekapital, 2002)



B-aksjer er aksjer notert i amerikanske dollar eller Hong Kong dollar på de innenlandske børsene i Shanghai og Shenzhen. B-aksjer kan eies av utlendinger og privatpersoner med bosted i Kina, men kinesiske bedrifter eller institusjoner kan ikke eie B-aksjer. Utlendinger kan kun eie en begrenset andel av hvert selskap, i tillegg reduseres likviditeten gjennom store statlige eierandeler. Markedet for B-aksjer i Shanghai og Shenzhen er svært illikvid, aksjene er ofte utstedt av mindre og økonomisk svake bedrifter, og B-aksjene er i praksis ikke et reelt alternativ for institusjonelle investorer som Petroleumsfondet.

H-aksjer er aksjer utstedt av de største statseide kinesiske selskapene, og den kinesiske stat har eierandeler på mellom 60 og 70 prosent av disse selskapene. H-aksjene er utstedt av selskaper som er registrert i Kina, og i hovedsak notert på børsen i Hong Kong. H-aksjer kan eies av utlendinger, men utlendinger kan kun eie en begrenset andel av hvert selskap. Selskapene som har utstedt H-aksjer, er aktive i de internasjonale finansmarkedene og er underlagt internasjonale regnskapsstandarder.

I tillegg til de aksjeklasser som er inkludert i figuren, finnes såkalte "Red Chip Shares" notert på børsen i Hong Kong. Dette er aksjer utstedt av selskaper som har hjemstedsadresse i Hong Kong, og som eies hovedsaklig direkte eller indirekte av den kinesiske stat.

Regulatoriske forhold i det kinesiske aksjemarkedet

Internasjonale regnskapsstandarder gjelder kun for en begrenset del av det kinesiske aksjemarkedet. Når det gjelder andre viktige investeringsparametere, som ivaretagelse av eierrettigheter (corporate governance), kan det kinesiske markedet karakteriseres som umodent.

A-aksjene er underlagt regnskapsstandardene PRC ASBE. Dette er en lokal variant av internasjonale standarder, og synes å holde en akseptabel kvalitet. Selskaper som har utstedt H-aksjer og de såkalte "Red Chips", er begge underlagt de internasjonale regnskapsstandardene IFRS og/eller US GAAP.

Akseptable regnskapsstandarder er ikke tilstrekkelig for å sikre institusjonelle investorer rettigheter. Den viktigste beskyttelsen av eierrettigheter er et godt utviklet lovverk på området, et velfungerende rettsystem, og at reguleringsmyndighetene overvåker at reglene overholdes og slår ned på eventuelle overtredelser. I Kina er det også spesielle utfordringer knyttet til manglende tradisjon for privat eiendomsrett og til fravær av det løpende søkelyset mot bedrifters disposisjoner fra pressen.

Kinesiske myndigheter arbeider med utvikling av lovgivningen for privat eierskap i aksjeselskaper. Frem til i dag har myndighetene adoptert vestlige modeller. Kina har ambisjoner om å dyrke frem selskaper som kan spille i samme divisjon som de største internasjonale selskaper i USA, Japan og Europa, noe som krever en internasjonal standard mht til rettsregler og rettspraksis.

Videre utvikling i det kinesiske aksjemarkedet

Til tross for at det kinesiske aksjemarkedet er i rask utvikling, vil det ta mange år før verdien kommer opp på nivå med de store markedene i OECD-landene. En viktig faktor i verdiutviklingen er en eventuell fremvekst av globale selskaper på linje med Samsung i Sør-Korea og Nokia i Finland, eller Toyota i Japan. I dag har Kina ingen selskaper som virkelig er globale av natur. Dette vil sannsynligvis endre seg over tid, med fremvekst av større enheter innen bransjer som olje og energi, stål, kjemi og metaller, telesamband og tele-

T E M A A R T I K K E L 3

kommunikasjonsutstyr, samt konsumentelektronikk, biler og bildeler.

En eventuell appresiering av den kinesiske valutaen mot USD vil også kunne bidra til at markedskapitaliseringen av det kinesiske aksjemarkedet i amerikanske dollar vil vokse. Utenlandske investorer vil med stor sannsynlighet få økt adgang til å investere i kinesiske aksjer notert på Shenzhen- og Shanghai børsene.

Den kinesiske stat eier direkte og indirekte ca 64 prosent av aksjene i det kinesiske markedet. Statlig eide aksjer handles ikke i markedet i dag, men den kinesiske staten har i en tid hatt intensjoner om å selge store deler av disse aksjene til privat-

personer og bedrifter. Disse aksjene vil bli en del av A-aksjene etter et salg. Staten har ikke solgt disse aksjene ennå av frykt for at A-markedet skulle kollapse under byrden av et slikt tilbud. Når salget av slike aksjer gjennomføres, vil likviditeten i markedet for A-aksjer bedres ytterligere.

Kinesiske myndigheter arbeider også med planer for mer markedsorientert kanalisering av kreditt til kinesiske bedrifter. Kinas fire store statlige banker har en rekke dårlige lån i sine porteføljer, som er følge av de mange årene med politisk styrt kredittgivning. Kinesiske myndigheter har etablert et program for å bruke statlige midler til å løfte de dårlige lånene ut av de

store statsbankene, parallelt med at statsbankenes utlånspolitikk endres i mer markedsorientert retning. Myndighetene har også akseptert at internasjonale banker kan få eierdeler i de fire store statsbankene, mot at internasjonale banker bidrar til utvikling på kreditt- og system-siden. I tillegg vil bankmarkedet i Kina gradvis bli åpnet for konkurranse. Disse endringene når det gjelder kredittførsel, vil påvirke både strukturen i næringslivet og interessen for aksjemarkedet som kapitalkilde.

Den historiske utviklingen i Japan gir et interessant bilde av et mulig scenario for Kina. I Japan vokste det frem store innenlandske aktører blant an-

net innen bank og forsikring, samtidig som det utviklet seg globale giganter innenfor blant annet bilindustrien. Veksten i Japan var som i Kina i dag basert på en utvikling fra produksjon av arbeidsintensive produkter, som klær og sko, til mer avanserte produkter som skip og biler. En kraftig eksportvekst og store overskudd på handelsbalansen mot USA førte til at japanske yen styrket seg betydelig i løpet en kort periode på 1980-tallet og har blitt liggende på dette sterkere nivået frem til i dag. En kan ikke utelukke at også den kinesiske økonomien og valutaen vil gå igjennom en tilsvarende prosess.

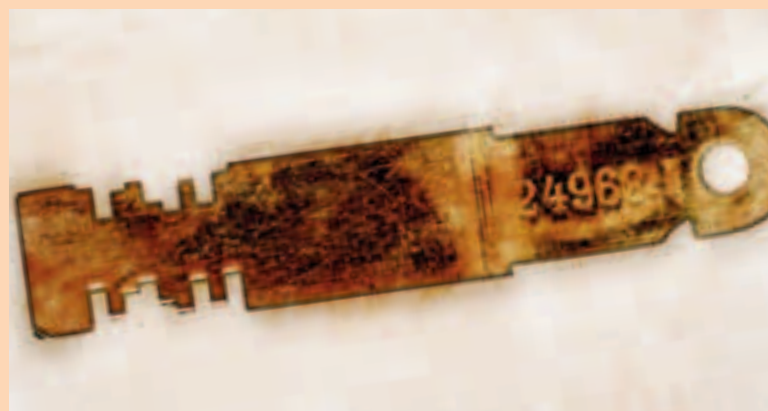
Petroleumsfondets eksponering mot det kinesiske aksjemarkedet

Petroleumsfondet er eksponert mot det kinesiske aksjemarkedet gjennom investeringer i kinesiske selskaper notert på børsen i Hong Kong. Fondet eier både såkalte "Red Chips", som er kinesiske selskaper med hjemstedsadresse i Hong Kong, og H-aksjer, som er kinesiske selskaper registrert i Kina og notert på børsen i Hong Kong.

Petroleumsfondet eier "Red Chips" for ca 507 millioner kroner, fordelt på aksjer i 21 av de totalt 28 selskapene som er tilgjengelige for utenlandske investorer. De største investeringene er ca 238 millioner

kroner i oljeselskapet CNOOC Ltd, og ca 157 millioner kroner i containerselskapet COSCO Pacific Ltd. Investeringene i disse to selskapene utgjør over halvparten av Petroleumsfondets eksponering mot "Red Chips".

Petroleumsfondet har i tillegg til dette en samlet eierandel på 390 millioner kroner i H-aksjer notert på børsen i Hong Kong. Petroleumsfondets investeringer i H-aksjer er fordelt på fem av de totalt 38 H-aksjene som er notert i Hong Kong. De største investeringene er ca 187 millioner kroner i



telekommunikasjonsselskapet China Telecom, og ca 134 millioner kroner i livsforsikrings-selskapet Ping An Insurance Co of China Ltd.

Petroleumsfondets samlede, direkte eksponering mot kinesiske aksjer er mindre enn 0,25

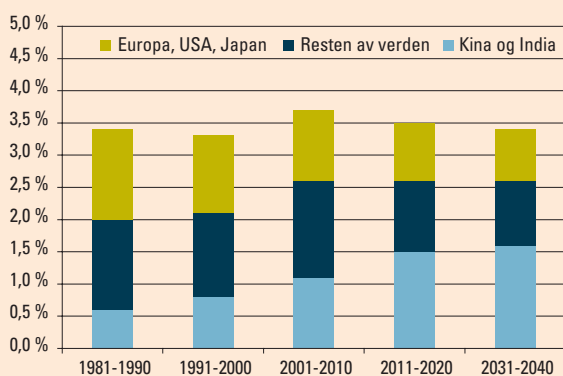
prosent av den totale aksjeforføljen. For fullstendig oversikt over Petroleumsfondets direkte investeringer i det kinesiske aksjemarkedet vises til årsberetningens dokumentasjonsdel.

Kinas økende betydning for veksten i verdens økonomi og handel

I perioden fra 2000 til 2005 har Kina bidratt like sterkt til veksten i verdensøkonomien som USA. Kinas samlede påvirkning på verdensøkonomien generelt og finansmarkedene spesielt er kompleks. I dette avsnittet gjennomgås hovedtrekkene i Kinas betydning for den økonomiske utviklingen.

Figur 3 viser Kinas og Indias samlede bidrag til veksten i verdensøkonomien frem til i dag, samt prognoser frem til 2040. I dag bidrar Kina og India med i underkant av en tredjedel av veksten i verdensøkonomien, og bidraget er ventet å øke betraktelig i årene frem til 2040. Kinas innvirkning er betydelig større enn Indias.

Figur 3. Bidrag til økonomisk vekst i verden 1981–2040



Kilde: Goldman Sachs

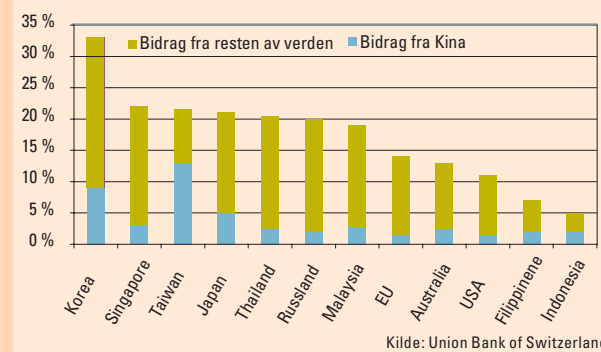
Kina er verdens nest største eksportør av varer til USA, bare forbigått av Canada. Veksten i eksporten fra Kina til USA var rundt 20 prosent i 2004. Verdien av Kinas eksport til Europa er omtrent like stor i

verdi som eksporten til USA, og veksten i eksporten til Europa har også tilsvart veksten i Kinas eksport til USA. Eksporten fra Kina er konsentrert om noen få grupper varer som konsumelektronikk, elektriske maskiner til konsumentmarkedet, tekstiler, klær og sko, møbler og andre produkter til husholdningene.

Vekstimpulsene fra Kina

Kinas import består særlig av råvarer som malm og metaller, råolje og petroleumsprodukter, matvarer, og industrielt utstyr og transportutstyr som tog og fly. Etterspørselen etter råolje har øket kraftig i Asia de siste årene, med Kina som viktigste faktor. Kina sto for ca 30 pro-

Figur 4. Bidrag fra til eksportvekst fra kinesisk etterspørsel etter varer. Årsrate 2003-2004



Kilde: Union Bank of Switzerland

økonomiske impuls av veksten i Kina. Sør-Korea, Taiwan og Japan har økt sin eksport til Kina betydelig, og eksportøkningen har hatt en rekke ringvirkninger. Japanske bedrifter har for eksempel økt investeringene for å tilfredsstille den sterke eksportetterspørselen. Kinas store og økende import av kull, jernmalm, kobber- og aluminiumsmalmer har spesielt kommet land som Brasil, Sør Afrika, Chile, Russland og Australia til gode.

Figur 4 viser vekstimpulsene fra Kina for noen utvalgte markeder i 2004 sammenlignet med 2003. For eksempel kom over halvparten av Taiwans eksportvekst på totalt 22 prosent fra kinesisk etterspørsel.

Videre utvikling

Den samlede effekten av handelen med Kina har så langt slått positivt ut for majoriteten av vestlige konsumenter og vestlige aksjeselskaper, til tross for et visst tap av arbeidsplasser i industrier som konkurrerer med Kina. Det er usikkert hvorvidt effektene i tiden fremover blir like positive.

Lave renter og en ekspansiv finanspolitikk i USA har sammen med en kraftig etterspørsel i Asia etter råvarer og investeringsvarer ført til underskudd på metaller, olje, kull, enkelte matvarer, sjøtransport og jernbanetransport. Aktørene øker for tiden produksjonskapasiteten betydelig for denne type produkter. Til tross for store investeringer tar det vanligvis flere år å øke kapasiteten i tradisjonelle industrier. Det gjenstår å se om all kapasiteten som bygges ut vil finne nok kjøpere, eller om en igjen går inn i en periode med overproduksjon og prisfall slik en har sett tidligere. Figur 5 viser hvor mye av verdensproduksjonen Kina konsumerer av ulike råvarer.

Hittil har en rekke vestlige selskaper tjent på utviklingen i Kina gjennom økte priser på råvarer og økt etterspørsel etter industriprodukter. Kina har ikke bare importert avansert maskineri til industrien, men også en rekke enkle produkter som for eksempel stål, glass, byggevarer og kjemikalier.

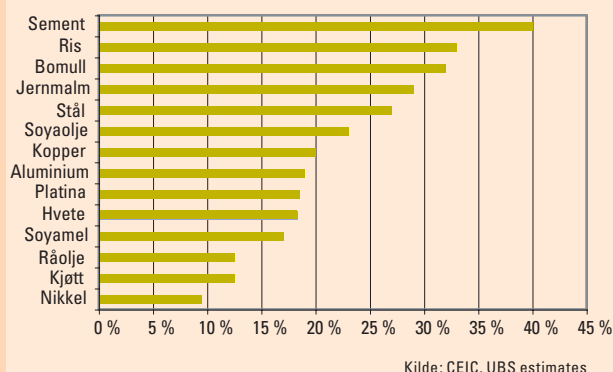
Samtidig er kinesisk industri på fremmarsj på en rekke om-

T E M A A R T I K K E L 3

råder. Kina er blitt et fullverdig medlem av Verdens Handelsorganisasjon og møter derfor færre hindringer for sin eksport. Når det gjelder klær, foreligger det for eksempel anslag som viser at Kina vil produsere opp mot 70 prosent av alle klær i verden om noen år. Kina har et program for kapasitetsøkning innen skipsbyggingsindustrien, og kan i løpet av få år bli verdens største skipsbyggernasjon. Bilproduksjonen i Kina utgjør ca fem millioner biler årlig og landet er verdens tredje største marked. Med dagens igangsatte og vedtatte prosjekter vil personbilproduksjonen vokse fra ca tre millioner i 2004 til seks millioner i 2006. Kinesiske myndigheter regner med at landets eksport av bil-

deler vil gå fra åtte milliarder USD i 2003 til 15-20 milliarder USD i 2005, og videre til 70-100 milliarder USD i 2010. Elektronikkindustrien er et annet satsningsområde i Kina, noe som blant annet fremgår av landets import av maskiner til halvlederindustrien, som økte fra én prosent av totalt salg i 2000, til 12.5 prosent i 2004. Kina er allerede verdens største marked for mobiltelefoner, med hele 335 millioner brukere. Kinesiske telekommunikasjonsfabrikanter med Huawei i spissen, vokser kraftig også internasjonalt, og ligger an til å få minst 50 prosent av kontraktene til utbyggingen av tredje generasjon mobilnettverk i Kina.

Figur 5: Kinas forbruk av noen råvarer som andel av verdens forbruk



Kinas videre fremmarsj i verdensøkonomien kan gi fortsatt prisøkning på de råvarene landet er avhengig av å importere. Samtidig vil Kinas kraftige satsning innen viktige bransjer gi lavere priser på en rekke fer-

digvarer, og det er grunn til å regne med at Kina blir en stadig større konkurrent for etablert industri i USA, Europa og Japan.

Kinas betydning for Petroleumsfondets aksje- og obligasjonsportefølje

Kinas kraftige eksportøkning har bidratt til å redusere prisstigningen på konsumvarer og rentenivået på verdensbasis. Lavere renter har hatt en kortsiktig positiv virkning på avkastningen til Petroleumsfondets obligasjonsportefølje. For aksjeporteføljen har Kinas økonomiske vekst hatt positiv effekt på sektorene prosessindustri, råvarer og generell industri. For de to største sektorene i aksjemarkedet, finansielle tjenester og ikke-konjunkturfølsomme varer, har Kina-effekten først og fremst vært indirekte.

Avkastningen på obligasjonsporteføljen

Avkastningen på Petroleumsfondets obligasjonsportefølje påvirkes av rentenivået internasjonalt. Et lavere rentenivå gir en kortsiktig positiv effekt på avkastningen av obligasjonsporteføljen gjennom omvurdering av obligasjonsverdiene.

Renter og inflasjon har falt internasjonalt de siste fem årene. Det er flere årsaker

til nedgangen, men to forhold er sentrale. Det ene er effektene av billig import fra Asia til USA og Europa. Den andre er at asiatiske land har investert betydelige deler av sine eksportoverskudd i amerikanske statsobligasjoner, noe som har bidratt til å holde de lange rentene i USA nede, til tross for landets doble underskudd i statsfinansene og på handelsbalansen.

Verdensmarkedsprisene på de vareslag Kina eksporterer har falt kraftig, noe som har bidratt til å redusere inflasjonen verden over. Hittil har billige varer fra Kina og resten av Asia hatt større effekt på inflasjonen enn prisoppgangen på de råvarer Kina er avhengig av å importere. Den lave inflasjonen i USA har bidratt til å holde rentene lave, til tross for at landet har finansiert sitt økende budsjettunderskudd ved utstedelse av stadig flere statsobligasjoner.

Den nederste kurven i figur 6 viser importert inflasjon til USA fra varer fra nyindustrialiserte land, herunder Kina.

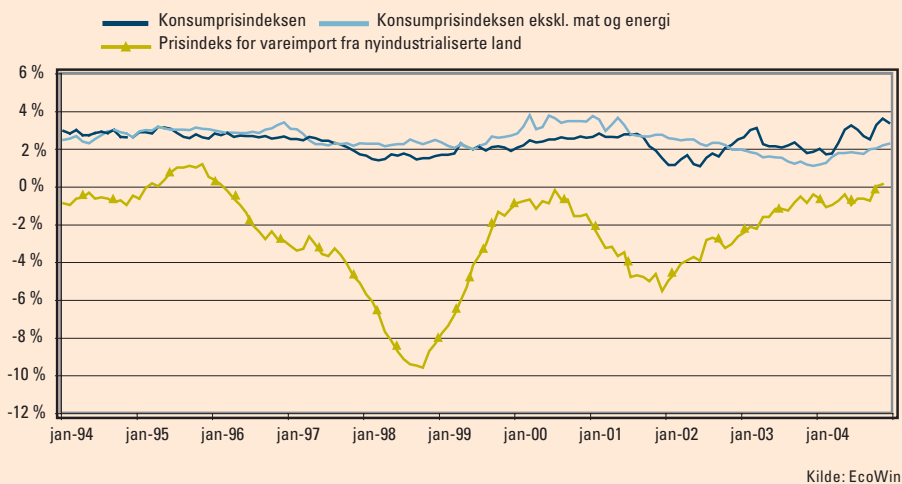
Avkastningen på aksjeporteføljen.

For å vurdere Kinas betydning for Petroleumsfondets aksjeportefølje er det tatt utgangspunkt i porteføljens inndeling i sektorer, og deretter vurdert hvilken betydning utviklingen i Kina har hatt for salg og inntjening for hovedproduktene i hver sektor.

Kina-effekten innen de to store sektorene finans og ikke-konjunkturfølsomme varer er primært indirekte, ved at utviklingen i Kina påvirker kjøpekraft, inflasjon og renter. De mest åpenbare positive Kina-effektene finner vi i sektorene råvarer, prosessindustri og generell industri. Tabell 1 viser utviklingen i Petroleumsfondets portefølje for de 10 sektorene av aksjer.

Avkastningen på Petroleumsfondets aksjeportefølje fremkommer ved å summere avkastningen innen hver sektor, multiplisert med sektorens vekt i indeksen. Sektorene finansielle tjenester og ikke-konjunkturfølsomme varer har størst betydning fordi disse to gruppene til sammen utgjør ca 43 prosent av indeksen.

Figur 6. Konsumpriser USA



Kilde: EcoWin

Ikke-konjunkturfølsomme varer

Ikke-konjunkturfølsomme varer består av selskaper innenfor drikkevarer og tobakk, matvarer, helse og medisiner, samt personlig hygiene og husholdningsprodukter. Overskuddene innen sektoren er meget stabile, men avhenger generelt av veksten i globalt konsum. Sektorens salg og inntjening fra fremvoksende markeder inklusive Kina har økt de senere år, men effekten begrenses av at kjøpekraften i disse landene fremdeles er beskjeden sammenlignet med de utviklede land i Nord-Amerika, Asia og Vest-Europa.

Finansielle tjenester

Finansaksjer har utviklet seg positivt de senere år fordi utlånsveksten har vært sterk, særlig i husholdningssektoren, og fordi tapene har vært meget små. Ingen banker i denne sektoren har foreløpig vesentlig eksponering mot det innenlandske kinesiske markedet. Det kinesiske bankmarked åpnes imidlertid for internasjonal

konkurranse, og det er derfor mulig at dette markedet blir viktigere for internasjonale banker i fremtiden. Utviklingen i Kina er viktigst i den utstrekning Kina vil bidra til å lindre inflasjon og renter i tiden som kommer.

Råvarer, prosessindustri og generell industri

De mest åpenbare Kina-effektene finner vi i de tre gruppene råvarer, prosessindustri og generell industri. Prisene på de råvarer og industrielle innsatsvarer Kina er avhengig av å importere, har økt betydelig de siste årene, og på en rekke områder er det grunn til å regne med fortsatt prisøkning. Kina har betydelig innvirkning på både den langsiktige og den kortsiktige etterspørselen etter råvarer som olje, mat og metaller. Svingninger i tilbud og etterspørsel i Kina vil føre til store endringer i verdensmarkedsprisene for disse produktene, og tilsvarende påvirke selskaper som konkurrerer i disse sektorene.

Øvrige sektorer

Kina-effekten innenfor de andre sektorene i aksjemarkedet varierer betydelig fra sektor til sektor. Enkelte segmenter innen sektoren konjunkturfølsomme tjenester har høstet betydelige gevinster takket være billig produksjon i Kina. Hennes & Mauritz er et eksempel på en bedrift som produserer mange av sine varer i Kina. Muligheten for billig produk-

sjon av produkter i Kina har gjort det lettere å opprettholde høyere salgsmarginer.

En rekke selskaper innen produksjon av elektronikk har hatt fordeler av at produktene settes sammen eller delproduseres i Kina. Fordelene er størst for elektronikkprodusenter med arbeidsintensiv produksjon.

Industrielskaper som Nokia, VW, GM og GE har økt sin inntjening gjennom salg til det kinesiske markedet. Kina var i 2003 Nokias fjerde største marked målt i salgsværdi, bare etter USA, UK og Tyskland. Kina var Nokias tredje største marked målt i antall ansatte, bare etter Finland og USA. Fremdeles er mye av utviklingen lagt til Finland og andre utviklede land, men stadig mer av utviklingsarbeidet bli lagt til Kina.

Kinas betydning for fremtidig avkastning i aksjemarkedet.

Konkurransen fra kinesiske produsenter vil avhenge av hvordan kinesisk næringsliv håndterer tre store utfordringer. Den ene er selve næringsstruk-

Tabell 1. Aksjesektorer
Avkastning og andel i referanseindeksen 2004. Prosent

Sektor	NOK avkastning	Indeks Vekt
1 Råvarer	15,68	10,3
2 Prosessindustri	11,40	5,2
3 Generell industri	7,85	7,0
4 Konjunkturfølsomme varer	3,47	3,5
5 Ikke-konjunkturfølsomme varer	-0,61	16,6
6 Konjunkturfølsomme tjenester	5,33	10,8
7 Ikke-konjunkturfølsomme tjenester	8,78	8,0
8 Energi og vannforsyning	18,28	4,3
9 Finansielle tjenester	8,43	26,3
10 Informasjonsteknologi	-6,86	8,0

T E M A A R T I K K E L 3

turen, med en rekke små bedrifter som hver for seg er for små til å konkurrere i verdensmarkedet. Den andre er satsning på forskning og utvikling. I dag bruker Kina bare 0,6 prosent av BNP til slike formål, og kinesiske bedrifter er i stor grad avhengig av joint-ventures med internasjonale selskaper for å tilegne seg kunnskaper om industriproduksjon i stor skala. Den tredje utfordringen er at en rekke kinesiske selskaper mangler distribusjonskanaler internasjonalt.

Hittil har kinesiske selskaper møtt disse utfordringene høyst ulikt. Et eksempel er Haier som produserer kjøleskap, fryserer og vaskemaskiner. Selskapet produserte 5 millioner kjøleskap i 2003, hele syv prosent av verdensproduksjonen. Haier har utviklet sin egen teknologi

og produserte først for det lokale kinesiske markedet og utvidet deretter til fremvoksende markeder. Inntektene fra denne produksjonen er benyttet til å bygge opp en distribusjonskanal i USA og Europa.

Et annet eksempel er TCL som produserer TV-er, mobiltelefoner, datamaskiner og husholdningsmaskiner. Selskapet har inngått et partnerskap med franske Thomson for produksjon og internasjonal distribusjon av TV-apparat. Selskapet har inngått en tilsvarende allianse med Alcatel innen utvikling, produksjon og salg av mobiltelefoner. TCL produserer i dag mer enn 20 millioner telefoner, og har en markedsandel på mellom tre og fire prosent globalt.

Et tredje eksempel er Huawei, som produserer telekom-

munikasjonsutstyr for mobil- og fastnett. Selskapet har et samarbeid med amerikanske 3Com som gir Huawei adgang til 3Coms distribusjonsnett, samtidig som 3Com får adgang til Huaweis produkter. Huaweis salg økte med hele 45 prosent til 5,58 milliarder USD i fjor, og eksporten ble doblet i samme periode. Huawei konsentrerer seg om fremvoksende markeder, men har også levert til kunder som Telefonica i Spania og Singapore Telecommunications Ltd.

Parallelt med en internasjonalisering av kinesisk næringsliv satser utenlandske aktører på etablering i Kina ikke bare med tanke på billig produksjon for verdensmarkedet, men for å utnytte Kina som marked. Markedet for ikke-varige konsumvarer har vært dominert av lo-

kale kinesiske bedrifter, men utenlandske kjeder som Wall Mart, Carrefour og Metro har samtidig hatt relativt god erfaring med sine etableringer i Kina. De har utnyttet det faktum at Kinas små regionale og lokale butikker mangler stor-driftsfordelene og kapital til ekspansjon.

Helse og farmasi er et annet lovende marked for utenlandske produsenter. Markedet doblet seg fra syv milliarder USD i 2000 til 15 milliarder USD i 2003, men fortsatt er det bare 20 prosent av den kinesiske befolkningen som har råd til å kjøpe moderne medisiner. Kinesiske selskaper i denne bransjen er mange, lokale og små og ute av stand til å konkurrere med internasjonale farmasiselskaper.



Tidligere publiserte artikler

Tidligere publiserte artikler i årsrapportene for 1998–2003 er fremdeles aktuelle.

Disse finnes på Norges Banks nettsider under Petroleumsfondet.

www.norges-bank.no/petroleumsfondet

Årsrapporten 1998:

- 1 Markedsutviklingen i 1998 i et langsiktig perspektiv
- 2 Sammensetningen av Petroleumsfondets portefølje
- 3 Aksjeinvesteringer og valg av eksterne aksjeforvalter
- 4 Styringen av risikoen i Petroleumsfondet

Årsrapporten 1999:

- 1 Strategi for høyest mulig avkastning
- 2 Metoder for å måle avkastning
- 3 Kan indeksforvaltning oppnå indeksavkastning?
- 4 Relativ volatilitet som mål for markedsrisiko

Årsrapporten 2000:

- 1 Forvaltningsstrategi i store utenlandske fond
- 2 Sammenhenger mellom størrelse, kostnader og avkastning i kapitalforvaltningen
- 3 Utfordringer i drift av porteføljer og styringen av risiko
- 4 Aksjeinvesteringer i nye land

Årsrapporten 2001:

- 1 Ikke-statsgaranterte obligasjoner i Petroleumsfondet
- 2 Fra passiv til aktiv indeksforvaltning
- 3 Utviklingen i det internasjonale markedet for kapitalforvaltning

Årsrapporten 2002:

- 1 103 år i kapitalmarkedene
- 2 Kostnader ved store aksjehandler
- 3 Investeringer i et turbulent kredittmarked
- 4 Måling og styring av markedsrisiko

Årsrapporten 2003:

- 1 Resultater fra seks år med aktiv forvaltning
- 2 Høyest mulig avkastning til lavest mulig risiko
- 3 Erfaringer med eksterne aktive aksjeforvaltere
- 4 Utøvelse av eierrettigheter