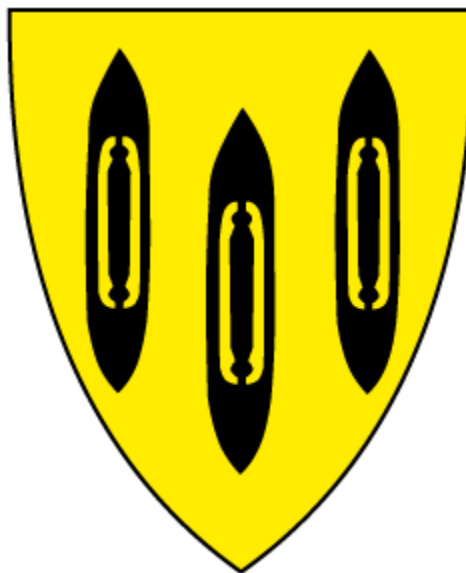




# Finansrapport Vaksdal kommune

Langsiktige finansielle aktiva

Rapport pr. 2. tertial 2018 (1. januar – 31. august 2018)

# Forbehold

Denne rapporten er utarbeidet av Bergen Capital Management AS (heretter BCM) i samsvar med forskrift om finansforvaltning og reglement for finansforvaltning vedtatt av kommunestyret i Vaksdal kommune. Rapporten baserer seg på kilder som vurderes som pålitelige, men BCM garanterer ikke at informasjonen i rapporten er presis eller fullstendig.

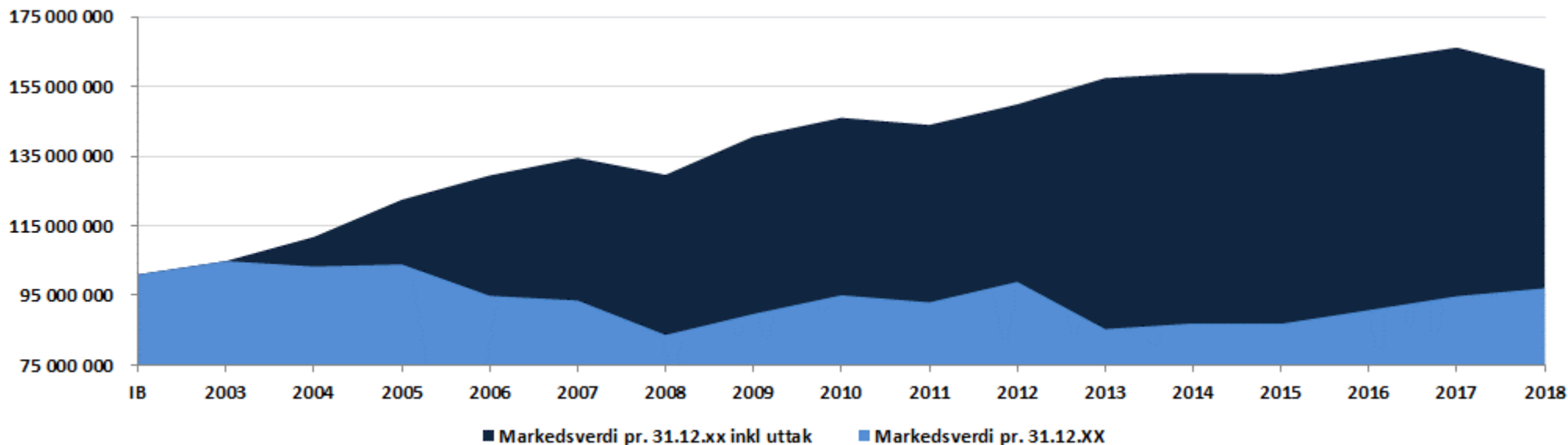
Uttalelsene i rapporten reflekterer oppfatninger på det tidspunkt rapporten ble utarbeidet, og BCM forbeholder seg retten til å endre oppfatninger uten varsel. Denne rapporten skal ikke forstås som et tilbud eller anbefaling om kjøp eller salg av finansielle instrumenter. BCM påtar seg intet ansvar for verken direkte eller indirekte tap eller utgifter som skyldes forståelsen av og/eller bruken av denne rapporten.

Denne rapporten er kun ment å være til bruk for våre klienter, ikke for offentlig publisasjon eller distribusjon, men BCM tar dog ingen forbehold om klienters eventuelle offentliggjøring. Ansatte i BCM kan eie verdipapirer i selskaper som er omtalt i rapporten, og kan kjøpe eller selge slike verdipapirer. Rapporten er utarbeidet på et gitt tidspunkt, verdiendringene kan være store i verdipapirmarkedet slik at endelig avkastning og resultat på et eventuelt avviklingstidspunkt kan være vesentlig lavere eller høyere. Det er brukt beste anslag på gitte tidspunkt som markedskurser/markedspriser i rapporten. Ved årsavslutning er det benyttet ligningskurser fastsatt av Verdipapirforetakenes Forbund for aksjer, sertifikater og obligasjoner. Det er brukt tidsvektet avkastning i beregningene. Forvaltningshonorarer er medberegnet i avkastningstallene.

Historisk avkastning i porteføljer forvaltet av BCM er ingen garanti for fremtidig avkastning. Fremtidig avkastning vil blant annet avhenge av markedsutviklingen, forvalters dyktighet, porteføljens risiko, samt kostnader ved forvaltning. Avkastningen kan bli negativ som følge av kurstap og verdiendringer. Rapporten inneholder kun langsiktige finansielle aktiva som er forvaltet av BCM og rapporten er utarbeidet i henhold til krav i finansreglementets kapittel 14 og spesielt risikorammene skissert i kapittel 14.3. Ved reproduksjon eller annen bruk av rapporten bør rapporten i sin helhet vedlegges. Rapporten gir et øyeblikksbilde på rapporteringstidspunkt, slik at porteføljens sammensetning og risiko p.t. kan være høyere eller lavere.

# Langsiktighet i verdipapirmarkedet gir gode resultater

|                                      | 2003        | 2004        | 2005        | 2006        | 2007        | 2008        | 2009        | 2010        | 2011        | 2012        | 2013        | 2014        | 2015        | 2016        | 2017        | 2018        | UB          |
|--------------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Markedsverdi pr. 01.01.XX            | 101 034 666 | 104 906 130 | 103 352 776 | 103 951 944 | 94 924 212  | 93 587 793  | 83 682 030  | 89 715 839  | 95 092 461  | 93 039 353  | 98 963 972  | 85 363 717  | 87 004 330  | 86 880 224  | 90 806 974  | 94 827 501  | 101 034 666 |
| Resultat aksjer                      | 255 579     | 2 927 666   | 8 485 902   | 4 802 285   | 2 072 215   | -9 360 829  | 6 384 677   | 3 201 285   | -4 588 558  | 1 620 603   | 4 691 731   | -580 842    | -810 640    | 1 514 842   | 2 271 345   | 1 288 058   | 24 175 319  |
| Resultat obligasjoner                | 3 615 885   | 3 988 980   | 2 213 266   | 2 169 983   | 2 991 366   | 4 455 066   | 4 649 132   | 2 175 337   | 2 535 450   | 4 304 016   | 2 858 015   | 2 045 901   | 517 153     | 2 246 293   | 1 573 750   | 872 404     | 43 211 882  |
| Uttak (inkl. honorarer)              | -           | 8 470 000   | 10 100 000  | 16 000 000  | 6 400 000   | 5 000 000   | 5 000 000   | -           | -           | -           | 21 150 000  | -175 052    | -169 381    | -165 729    | -175 433    | -115 149    | 71 318 756  |
| Markedsverdi pr. 31.12.XX            | 104 906 130 | 103 352 776 | 103 951 944 | 94 924 212  | 93 587 793  | 83 682 030  | 89 715 839  | 95 092 461  | 93 039 353  | 98 963 972  | 85 363 717  | 87 004 330  | 86 880 224  | 90 807 088  | 94 827 501  | 97 103 113  | 97 103 113  |
| Markedsverdi pr. 31.12.xx inkl uttak | 104 906 130 | 111 822 776 | 122 521 944 | 129 494 212 | 134 557 793 | 129 652 030 | 140 685 839 | 146 062 461 | 144 009 353 | 149 933 972 | 157 483 717 | 158 949 278 | 158 655 291 | 162 416 426 | 166 261 406 | 159 951 869 | 159 951 869 |



Tabell og figur viser utvikling i porteføljens markedsverdi i kroner siden oppstart i 2003. Oppdatert pr. 31. august 2018. Forvaltningshonorar er medregnet.

## Oppsummering etter 2. tertial 2018

| AKTIVAKLASSE            | MARKEDSVERDI NOK  | I PROSENT    |
|-------------------------|-------------------|--------------|
| Bankinnskudd            | 8 009 450         | 8 %          |
| Sertifikat/obligasjoner | 75 610 716        | 78 %         |
| Aksjer                  | 13 482 947        | 14 %         |
| <b>Totalt</b>           | <b>97 103 113</b> | <b>100 %</b> |

**TABELL 1:** Fordeling på de ulike aktivaklassene i kroner og i prosent av samlet forvaltningskapital ved utløpet av rapporteringsperioden. Bankinnskudd inkluderer forfalte ikke innbetalte beløp.

| AKTIVAKLASSE            | I %           | BENCHMARK     | AVVIK         |
|-------------------------|---------------|---------------|---------------|
| Sertifikat/obligasjoner | 1,10 %        | 0,08 %        | 1,02 %        |
| Aksjer                  | 8,12 %        | 13,12 %       | -5,00 %       |
| <b>Totalt</b>           | <b>2,28 %</b> | <b>2,04 %</b> | <b>0,24 %</b> |

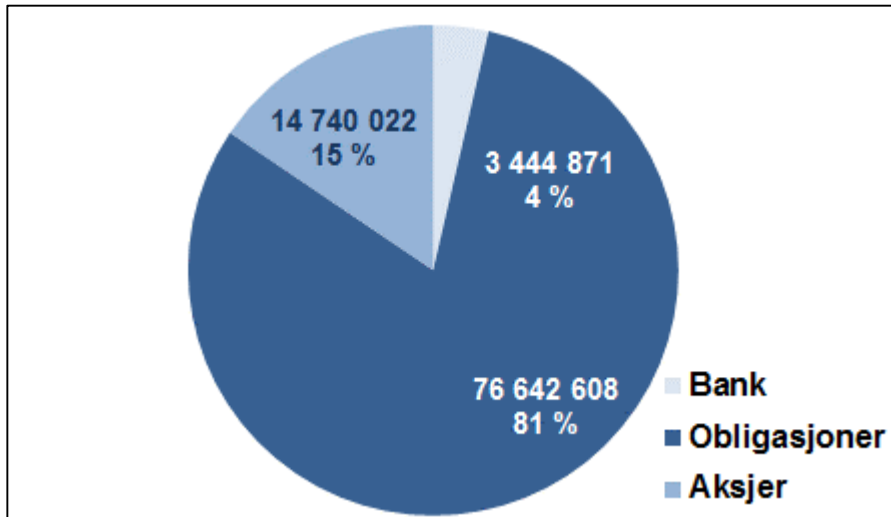
**TABELL 2:** Avkastning i prosent samlet og pr. aktivaklasse sammenlignet med benchmark ved utløpet av rapporteringsperioden. Avkastningssatsen inkluderer beregnede påløpte ikke kapitaliserte renter.

| AKTIVAKLASSE  | I KR.            | BUDSJETT | AVVIK            |
|---------------|------------------|----------|------------------|
| Obligasjoner  | 872 404          | -        | 872 404          |
| Aksjer        | 1 288 058        | -        | 1 288 058        |
| <b>Totalt</b> | <b>2 160 462</b> | <b>-</b> | <b>2 160 462</b> |

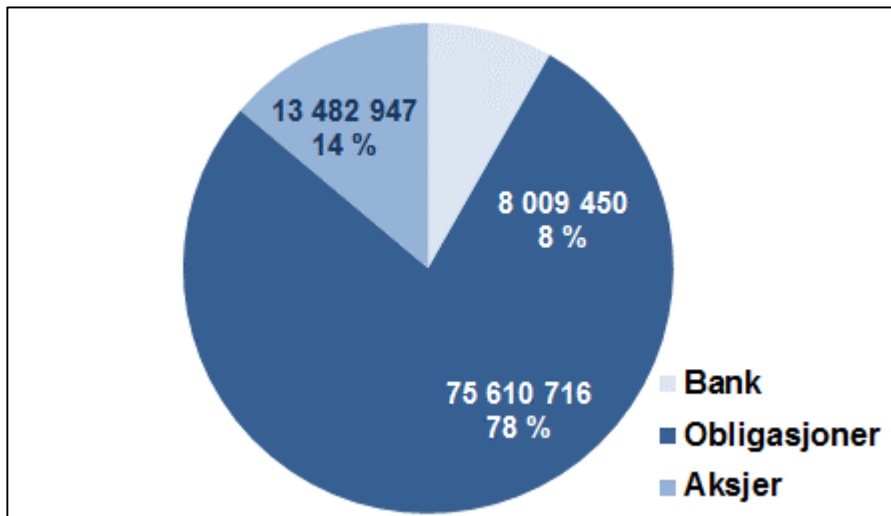
**TABELL 3:** Avkastning i kr. samlet og pr. aktivaklasse sammenlignet med budsjettert avkastning. Eventuelle avvik er forklart på side 7.

- Totalavkastning etter 2. tertial 2018 er på 2,28 %, dette er 0,24 prosentpoeng over "normalporteføljen". Aksjeporteføljen har levert 8,12%, 5,00 prosentpoeng under benchmark. Obligasjonsporteføljen har levert 1,10 %, 1,02 prosentpoeng over benchmark som er norske statsobligasjoner med 3 års durasjon. "Normalporteføljen" består av 15 % aksjer og 85 % obligasjoner.
- Midlene har vært plassert i rentebærende verdipapirer med kort durasjon og høy kredittkvalitet. Renterisikoen er dermed lav. Aksjeporteføljen har bestått av norske aksjer og egenkapitalbevis.
- Det vurderes å øke kredittrisiko og renterisiko i løpet av 2018 innenfor finansreglementets rammer for å oppnå en høyere forventet avkastning. Basert på kommunen sin strategi om langsiktighet rundt sine aksjeinvesteringer finner en det rett å følge nåværende strategi med nøytralvekt i aksjer, og bruker svingningene i markedet til å gjøre enkelte kjøp og salg.
- Avvik mot norske statsobligasjoner med 3 års durasjon, fordi obligasjonsporteføljen har lavere renterisiko og høyere kredittrisiko enn benchmark indeksen. Kursene på obligasjonene er i 2018 skrevet noe opp. Porteføljen består av obligasjoner i norske sparebanker som antas å ha lav tapsrisiko. Kursjustering i vil derfor alt annet like komme igjen som høyere eller lavere avkastning i neste periode.
- Det er oppstått avvik mot aksjebenchmark som er Oslo Børs (OBX), fordi Vaksdal kommune sin aksjeportefølje har en annen og bredere sammensetning. Aksjeandelen er også redusert i løpet av året.

# Plassering av langsiktige finansielle aktiva



FIGUR 1: Allokering av langsiktige finansielle aktiva forvaltet av BCM pr. 31.12.17.



FIGUR 2: Allokering av langsiktige finansielle aktiva forvaltet av BCM pr. 31.08.18.

- Midlene er pr. 31.08.2018 plassert i bankinnskudd, aksjer, egenkapitalbevis og direkte eide rentebærende verdipapir utstedt av norske forretnings- og sparebanker.
- Samlet aktivaportefølje pr. 31.12.17 var kr. 94 827 501. Midler under forvaltning er pr. 31.08.18 kr. 97 103 113. Det har ikke vært innskudd eller uttak fra finansporteføljen forvaltet av BCM i 2018.
- Durasjon i renteporteføljen er 0,66, hvilket innebærer at porteføljen har lav renterisiko (definert som kursrisiko) slik at obligasjonens markedsverdi i liten grad påvirkes av en generell renteøkning.
- Rentebetingelsene på verdipapirene i obligasjonsporteføljen er flytende, og er knyttet opp mot 3 måneders NIBOR
- Investeringene er gjort i børsnoterte verdipapir med god omsetning og andre papirer med tilsvarende god likviditet. Plasseringene kan gjøres disponible for kommunen i løpet av kort tid.
- Ingen av obligasjonsutstederne eller verdipapirene i kredittporteføljen har lavere rating enn BBB-.
- Midlene er søkt plassert i henhold til kommunens etiske retningslinjer for finansielle investeringer.
- Porteføljen består av 13 ulike rentebærende papirer og 26 aksjer og egenkapitalbevis. Alle investeringene er gjort i norske kroner.
- Ingen enkeltplasseringer i rentebærende papirer utgjør mer enn NOK 9 millioner i pålydende verdi.
- 91 % av obligasjonene har BIS-vekt 20 %, 9 % har vekt 100 %.

# Taktisk aktiva allokering – bruk av produktspekteret

| Plassering                                                                                                                             | Minimum | Nøytral | Maksimum | Status      | Vekt    |
|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------|---------|----------|-------------|---------|
| Renteinstrument (obligasjoner, sertifikat, direkte innskudd, obligasjons- og pengemarkedsfond).                                        | 0 %     | 85 %    | 100 %    | <b>86 %</b> | Nøytral |
| Egenkapitalinstrument og derivat ( aksjer, egenkapitalbevis, aksjefond, aksjeindeksert obligasjonslån, opsjoner, forwards og futures). | 0 %     | 15 %    | 20 %     | <b>14 %</b> | Nøytral |

**TABELL 4:** Allokering av langsiktige finansielle aktiva for Vaksdal kommune. Det skilles mellom rammer for bruk av renteinstrumenter og egenkapitalinstrumenter.

## RENTEINSTRUMENT

**A:** I obligasjoner og sertifikat utstedt eller garantert av den norske stat. I obligasjoner og sertifikat utstedt av norske statsforetak underlagt lov om statsforetak av 30. august 1991. I obligasjoner og sertifikat utstedt av norske statsaksjeselskap underlagt lov om aksjeselskap av 4. juni 1976, jfr. 5418-3-18-5. I obligasjoner og sertifikat utstedt eller garantert av utenlandsk stat.

**B:** I obligasjoner og sertifikat utstedt eller garantert av norske eller utenlandske kommuner/ fylkeskommuner.

**C:** I bankinnskudd og i obligasjoner og sertifikat utstedt av DnB NOR og Nordea som kommunen har avtalefestet samarbeid med.

**D:** I bankinnskudd og i obligasjoner og sertifikat utstedt av banker som ikke er nevnt under punkt C. For forretnings- og sparebanker under dette punkt gjelder at de ved forrige årsskifte hadde tap på utlån mindre enn 2,5 prosent av brutto utlån.

**E:** I obligasjoner og sertifikat utstedt av kredittforetak som etter sine vedtekter bare yter lån mot pant i fast eiendom eller tilsvarende sikkerhet, dersom kredittforetaket ved forrige årsskifte hadde: 1) En forvaltningskapital på minst 3 mrd. 2) Tap på utlån mindre enn 1% av brutto utlån.

**G:** I pengefond og obligasjonsfond med like strenge krav til plasseringer som Vaksdal kommune selv har. For utenlandske penge- og obligasjonsfond forutsetter det en kredittrating tilsvarende A-kategorien hos S&P eller Moody's. Om det blir plassert midler i utenlandske papir, skal disse valutasikres.

**H:** Ved gjenkjøpsavtaler (repo-forretninger) i obligasjoner nevnt under pkt. A-E over.

**I:** I obligasjoner og sertifikat notert på Oslo Børs storlånsektorliste og som også inngår i noen av punktene over.

**J:** I ansvarlige lån utstedt av banker og kredittforetak nevnt under punkt C og E.

## EGENKAPITALINSTRUMENT

**K:** Plassering i aksjefond, aksjeindekserte obligasjonslån.

**L:** Direkteplasseringer i aksjer og egenkapitalbevis notert i organisert marked. Minimum 20 aksjer/egenkapitalbevis. Maksimum 15 % i en enkelt aksje.

**M:** Plasseringer i derivat som sikringsinstrument for posisjon som kommunen har i samme underliggende papir.

Med langsiktig likviditet menes det likviditet som er skilt fra kommunen sine midler beregnet for driftsformål. Kommunen sin målsetning ved plassering av langsiktig likviditet er å optimalisere avkastningen innenfor et akseptabelt risikonivå.

Kommunen sin målsetting ved plassering av langsiktig likviditet er å optimalisere avkastningen innenfor et akseptabelt risikonivå.

**FIGUR 3:** Risikoklasser i henhold til finansreglement vedtatt i Vaksdal kommune. Klasse A antas å bære minst risiko, klasse M mest risikabel. Mulighet for avkastning øker med risiko.

## Risiko i henhold til finansreglementet

| Klasse | Beløp      | Maks  | Andel | Status |
|--------|------------|-------|-------|--------|
| A      | -          | 100 % | 0 %   | ✓      |
| B      | 5 039 940  | 100 % | 5 %   | ✓      |
| C      | -          | 100 % | 0 %   | ✓      |
| D      | 71 534 057 | 100 % | 74 %  | ✓      |
| E      | -          | 100 % | 0 %   | ✓      |
| G      | -          | 100 % | 0 %   | ✓      |
| H      | -          | 100 % | 0 %   | ✓      |
| I      | -          | 100 % | 0 %   | ✓      |
| J      | 7 046 169  | 100 % | 7 %   | ✓      |
| K      | -          | 20 %  | 0 %   | ✓      |
| L      | 13 482 947 | 20 %  | 14 %  | ✓      |
| M      | -          | 20 %  | 0 %   | ✓      |

**TABELL 5:** Fordeling på de ulike risikoklassene i prosent av samlet forvaltningskapital og sammenlignet med rammene gitt i finansreglementet.

For å styre kredittrisiko er det satt grenser for plasseringer i de ulike risikoklassene. På rapporteringstidspunktet var kun risikoklasse B, D, J og L benyttet, og plasseringen av alle midler er innenfor de rammer som er satt. Ved bruk av risikoklassene er det lagt vekt på avkastning, risiko, risikospredning og likviditet. Risikoklasse A er ikke brukt, da plasseringer i risikoklasse C og D (bankobligasjoner i norske banker, lik prioritert ved konkurs som bankinnskudd over 2 millioner) antas å ha lav risiko og god likviditet, samtidig som forventet avkastning er høyere enn i risikoklasse A og B. Risikoklasse L er direkteide aksjer og egenkapitalbevis notert på Oslo Børs, med god spredning både med hensyn på antall aksjer og sektor.

**FIGUR 4:** Kommentarer til risikofordelingen i porteføljen

| Klasse | Største posisjon | Maks  | Andel | Status |
|--------|------------------|-------|-------|--------|
| A      | -                | 100 % | 0 %   | ✓      |
| B      | 5 039 940        | 100 % | 5 %   | ✓      |
| C      | -                | 100 % | 0 %   | ✓      |
| D      | 9 108 306        | 10 %  | 9 %   | ✓      |
| E      | -                | 10 %  | 0 %   | ✓      |
| G      | -                |       | 0 %   | ✓      |
| H      | -                | 10 %  | 0 %   | ✓      |
| I      | -                | 5 %   | 0 %   | ✓      |
| J      | 4 043 131        | 5 %   | 4 %   | ✓      |
| K      | -                |       | 0 %   | ✓      |
| L      | 1 218 635        | 15 %  | 9 %   | ✓      |
| M      | -                | 100 % | 0 %   | ✓      |

**TABELL 6:** Ramme for plassering pr. debitor regnet av samlet forvaltningskapital og sammenlignet med rammene gitt i reglementet. Risikoklasse L er i % av aksjeporteføljen.

For å redusere den bedriftsspesifikke risikoen i investeringsporteføljen og sikre en god diversifisering er det satt rammer for maksimal plassering pr. debitor. Den største aksjeposisjonen er i Telenor, og utgjør 9 prosent av aksjeporteføljen. I obligasjonsporteføljen er det en senior bankobligasjon i Sparebank 1 SR-Bank som utgjør den største debitoren i porteføljen, dette utgjør 9 prosent av totale midler til forvaltning av BCM. Det er kun risikoklasse B, D, J og L som er benyttet, og plasseringen av alle midler er innenfor de rammer som er satt i finansreglementet.

**FIGUR 5:** Kommentarer til debitorfordelingen i porteføljen

## Avkastning etter 2. tertial 2018 sammenlignet med referanseindeks

| Aktivaklasse           | Benchmark                          | Resultat i kr.   | Resultat i %. | Benchmark     | Avvik         |
|------------------------|------------------------------------|------------------|---------------|---------------|---------------|
| Obligasjoner           | Statsobligasjonsindeks 3 år (ST4X) | 872 404          | 1,10 %        | 0,08 %        | 1,02 %        |
| Aksjer                 | Norske aksjer (OBX)                | 1 288 058        | 8,12 %        | 13,12 %       | -5,00 %       |
| <b>TOTALAVKASTNING</b> | <b>NORMALPORTEFØLJEN</b>           | <b>2 160 462</b> | <b>2,28 %</b> | <b>2,04 %</b> | <b>0,24 %</b> |

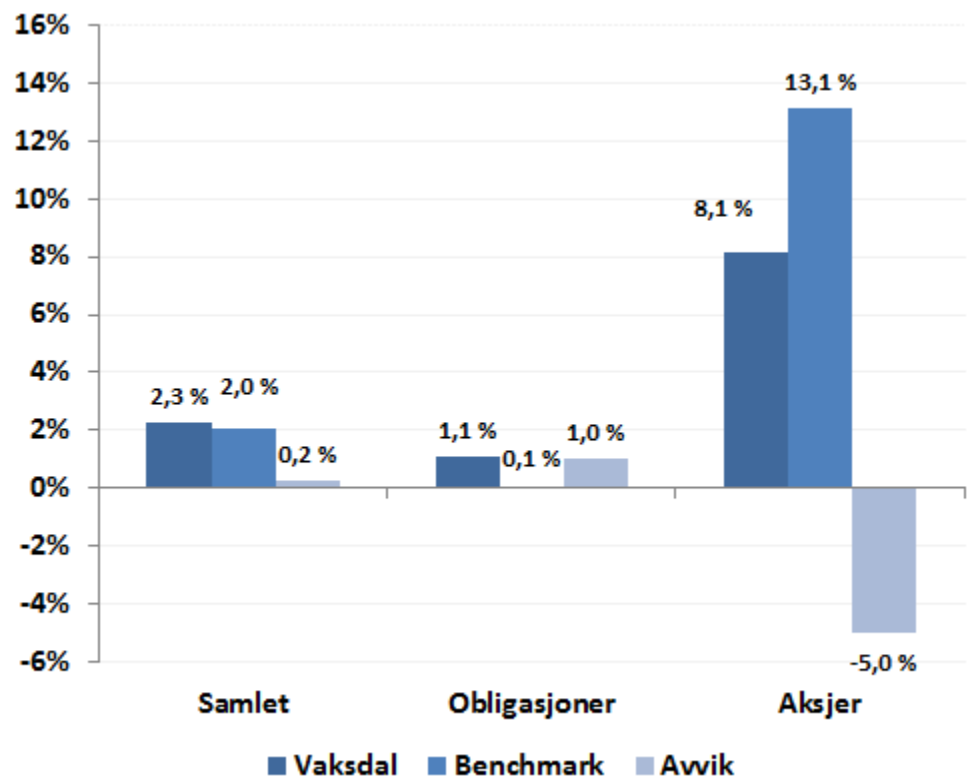
**TABELL 7:** Avkastning etter 2. tertial 2018 for Vaksdal kommune, samlet og pr. aktivaklasse i kr. og prosent målt mot referanseindekser. "Normalporteføljen" består av 15 prosent aksjer og 85 % obligasjoner som har vært aktivaforordningen i finansporteføljen forvaltet av BCM.

### AVKASTNING MOT BUDSJETT:

Vaksdal kommune har i 2018 budsjettert med kr. 0 i avkastning på porteføljen forvaltet av BCM. Resultatet etter 2. tertial 2018 er kr. 2 160 462, fordelt på aksjer og egenkapitalbevis med kr1 288 058 og obligasjoner med kr. 872 404.

### AVKASTNING MOT BENCHMARK:

Obligasjonsporteføljen har levert 1,02 % - poeng over benchmark. Differansen skyldes at porteføljen har lavere renterisiko og høyere kredittisiko enn benchmark. De lange rentene er falt til historisk lave nivåer, forvalter har vurdert det som for risikabelt å ligge med høy renterisiko i porteføljen, dvs. for lang durasjon. Det vurderes fortløpende å øke porteføljens renterisiko, slik at den blir mer lik totalporteføljens benchmark (3 års stat) gjennom kjøp av obligasjoner med lenger løpetid. Dette vil bli aktuelt når man får et skifte i avkastningskurven. Aksjeporteføljen har levert 5,00 prosentpoeng under benchmark. Porteføljen består av norske aksjer og egenkapitalbevis, og har dermed en noe avvikende sammensetning enn en benchmark bestående som er Oslo Børs fondsindeks. Det er oppstått avvik mot aksjebenchmark som er Oslo Børs (OBX), fordi Vaksdal kommune sin aksjeportefølje har en annen og bredere sammensetning. Deler av aksjeporteføljen har også vært i kontanter.



**FIGUR 4:** Kommentarer til avkastning i 2018 mot budsjett og benchmark for langsiktige finansielle aktiva forvaltet av BCM .

**FIGUR 5:** Tidsvektet avkastning Vaksdal kommune i 2018 sammenlignet med referanseindeks pr. aktivaklasse og samlet for langsiktige finansielle aktiva.

# Vurderinger og kommentarer

## AKTIVAFORDELING OG STRATEGI CERTIFIKAT, OBLIGASJONER OG AKSJER

Ved utgangen av 2. tertial 2018 var porteføljen allokert med 8 prosent i bank, 78 prosent i obligasjoner og 14 prosent i aksjer og egenkapitalbevis.

De lange swaprentene holder seg historisk lavt. BCM fastholder sin strategi om plassering av majoriteten av porteføljen i obligasjoner med flytende rente (FRN obligasjoner), dvs. knyttet til 3 mnd NIBOR og regulering hver 3 mnd. I påvente av oppgang i renten er påslaget i renten i forhold til NIBOR tilfredsstillende, samtidig som kjøp av fastrenteobligasjoner fremdeles anses som risikofyllt ved en eventuell renteoppgang. Dette betyr at porteføljen fremover høyst sannsynlig vil bestå av FRN obligasjoner. I tråd med en "normalisering" av kapitalmarkedene, vil BCM søke å legge en større andel over i obligasjoner med høyere kredittpåslag, innenfor rammen av kommunens finansreglement, for å oppnå en høyere forventet avkastning over tid. BCM vil holde på sin strategi med relativt liten turnover i porteføljen.

Aksjer og egenkapitalbevis har etter 2. tertial gitt 8,12 % i avkastning. Porteføljen er investert i selskaper notert på Oslo børs, der 75 % av kapitalen er investert i selskapene notert på OBX. Verdsettelsen av norske aksjer vurderes å være på et høyt nivå (historisk sett), pris / bok på 2,0 og pris / fortjeneste på 20. Basert på kommunen sin strategi om langsiktighet rundt sine aksjeinvesteringer finner en det rett å følge en strategi med nøytralvekt og bruker svingningene i markedet til å gjøre noen kjøp og salg. Mindre selskaper innen oljeservice, seismikk, shipping og offshore vil bli solgt ut ved anledning.

## ENDRING I RISIKOEKSPONERING OG VURDERING AV RISIKO

Kredittrisikoen er styrt gjennom å klassifisere kredittrisikoen i risikoklasser. Midlene er plassert innenfor rammene i forvaltningsreglementet. Det er ikke valutarisiko. Porteføljen består av 13 obligasjoner og 26 aksjer. Investeringene er gjort i verdipapir notert på Oslo Børs, eller med tilsvarende god omsetning. Likviditetsrisikoen er lav, og investeringen kan omgjøres til kontanter i løpet av kort tid. Porteføljen er stresstestet, det potensielle tapet vurderes som akseptabelt i forhold til kommunenes risikobærende evne.

## AVVIK FRA FINANSREGLEMENTET

I finansporteføljen forvaltet av Bergen Capital Management AS er det ingen avvik fra finansreglementet som ble vedtatt i Vaksdal kommunestyre 30. september 2014.

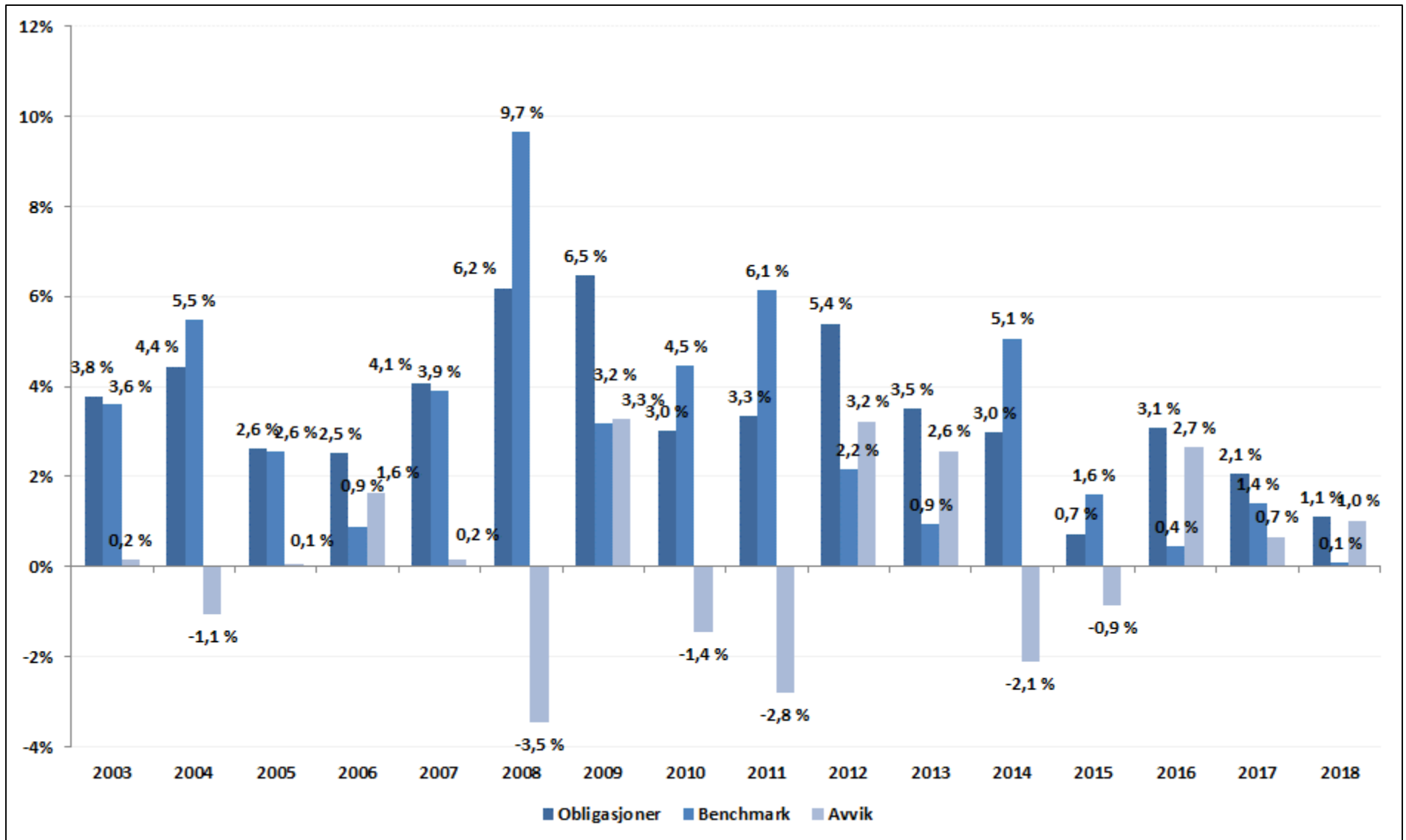
## MARKEDSKOMMENTAR

Norges Bank besluttet 16. august å holde styringsrenten uendret på 0,50 %. Det er lite ny informasjon om veksten i norsk økonomi siden forrige pengepolitiske rapport (2/18). Oppgangen fortsetter i tråd med bildet som Norges Bank presenterte juni, styringsrenten vil derfor etter all sannsynlighet bli satt opp i september. Styringsrenten har da vært historisk lav (0,50 %) i nesten to og et halvt år. Usikkerheten om virkningene av en høyere rente taler i følge Norges Bank for å gå varsomt frem, til noe over 2 prosent ved utgangen av 2021. Virkningen av en høyere rente må evalueres før renten kan heves videre. En brå og rask økning i styringsrenten får vi derfor neppe. Men Norges Bank er nok komfortable med å øke renten fremover. Lav arbeidsledighet, god vekst og stigende / høy oljepris gir gode framtidsutsikter tross økt uro fra utlandet.

Å normalisere rentene uten at det bremser veksten og skremmer finansmarkedene er en utfordrende oppgave for sentralbankene. Den amerikanske sentralbanken har nå siden 2015 hevet renten 7 ganger, og det er ventet flere rentehevinger i år. På litt lengre sikt er det nærliggende å tro at en gradvis strammere finans- og pengepolitikk vil dempe den økonomiske veksten, rentehevingene vil virke. Det er dermed ikke gitt at vi får en jevn stigning i styringsrentene, rentekutt frem i tid på grunn av sviktende vekst er også et utfall. En flattere rentekurve, med høyere kortrenter og lavere langrenter frem i tid når renteøkningene begynner å virke er heller ikke helt usannsynlig. Det er mange risikofaktorer som kan påvirke den globale veksten, blant annet kan det nevnes eskalering av handelskrig mellom USA og Kina, (dempet vekst, økt inflasjon og økte renter), redusert risikoappetitt fra investors (pga. handelskrig og normalisering av pengepolitikk), svekket vekst i USA (går for fullt på lånte penger), stigende inflasjon, økt geopolitisk uro (bred politisk usikkerhet som er vanskelig å «kvantifisere» for markedene og som det kan ta lang tid å få avklaring på) og sist men ikke minst usikkerhet rundt hvorvidt land som Tyrkia, Hellas og Italia kan og vil betale sin statsgjeld.

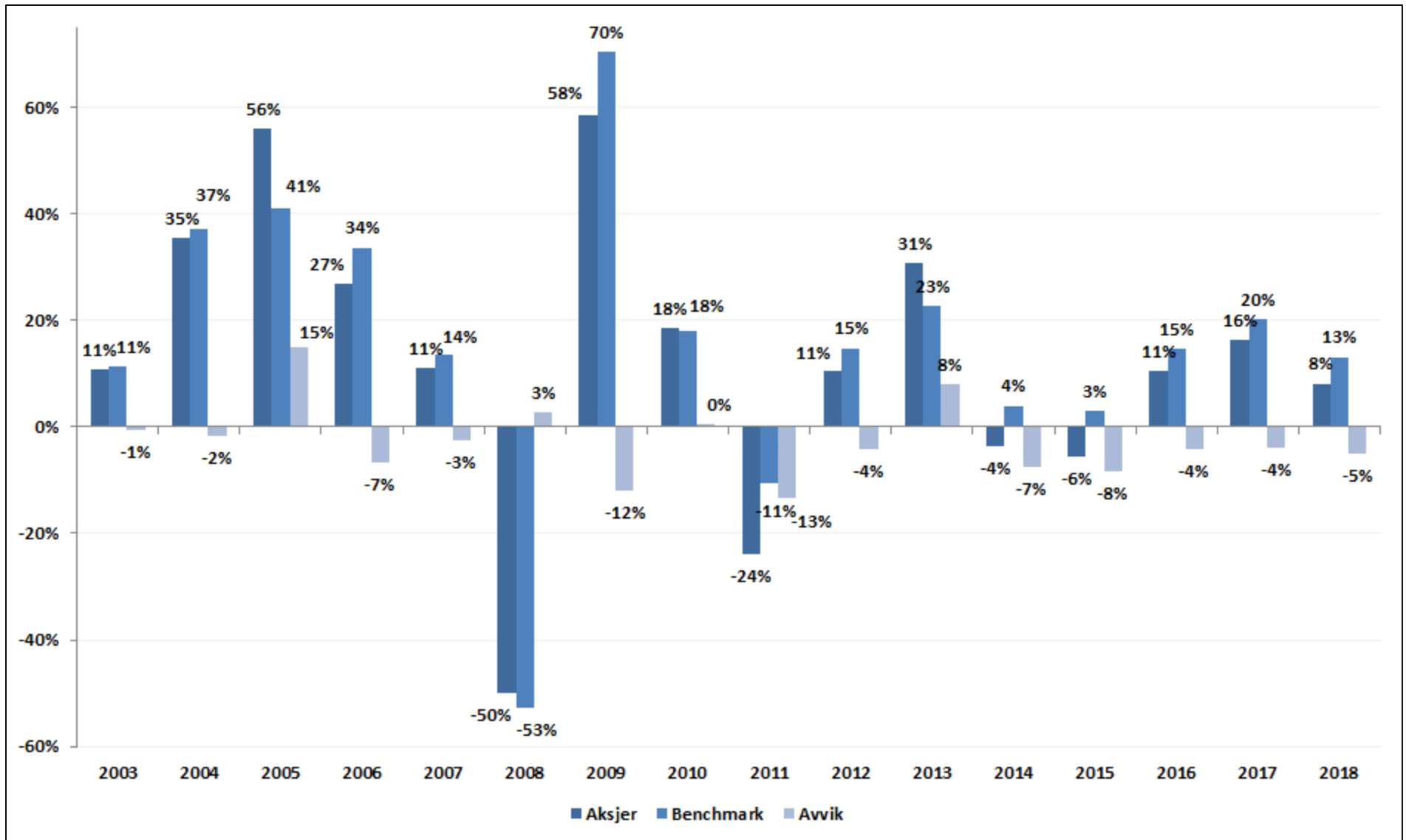
De korte rentene er ved utløpet av august lave, og forventes å være lave en lang periode fremover. 3 måneder NIBOR var 31. august på 1,03 %. Avkastning på relativt sikre obligasjoner, slik som porteføljen er investert i, forventes derfor å ligge i området 1,75 - 2,25 % årlig fremover.

## Historisk avkastningsresultat obligasjoner og sertifikat



**FIGUR 6:** Tidsvektet avkastning obligasjoner forvaltet av BCM i perioden 2003 - 2018 sammenlignet med referanseindeks (norske statsobligasjoner med 3 års durasjon).

## Historisk avkastningsresultat aksjer og egenkapitalbevis



**FIGUR 7:** Tidsvektet avkastning aksjer og egenkapitalbevis forvaltet av BCM i perioden 2003 - 2018 sammenlignet med norske aksjer (OBX).

# Ord og uttrykk brukt i finansreglement og finansrapport

## Aksje

Eierandel i aksjeselskap. Aksjeeierne er ikke personlig ansvarlige for selskapets forpliktelser. Alle aksjer (av samme klasse) gir lik rett i selskapet. Gjennom generalforsamlingen utøver Aksjeeierne den øverste myndighet i aksjeselskapet. Se også egenkapitalbevis.

## Aksjeforvaltning

Styring og oppfølging av en portefølje av aksjer (eller andre egenkapitalinstrumenter).

## Aktivklasser

Ulike typer verdipapirer, som for eksempel aksjer og obligasjoner.

## Basispunkt

Et basispunkt er ett hundredels prosentpoeng. Denne måleenheten brukes særlig til å angi kostnader og avkastningsforskjeller i kapitalforvaltning.

## BIS vekt ( Bank of International Settlement)

Bank of international settlements (BIS) har satt opp retningslinjer for hvordan man skal risikovekte en låntager. Skalen går fra 0 til 1, hvor 0 er lavest. Staten er vektet 0, mens kommuner og banker er vektet 0,2. Industriselskaper er vektet 1. Vektingen innebærer at man kan låne ut 5 ganger så mye penger til en kommune som til industriselskaper for å oppnå samme kredittrisiko. BIS-vektingen påvirker blant annet Kommunalbankens kapitaldekning, og derigjennom størrelsen på bankens ansvarlige kapital.

## Benchmark

Sammenligningsgrunnlag. I rentemarkedet benyttes ofte renten på statspapirer som benchmark, mens ledende aksjeindekser benyttes som benchmark i aksjemarkedet.

## D-lånsrenten

Rente på overnatten-lån i Norges Bank.

## Deflasjon

Vedvarende fall i det generelle prisnivået (se inflasjon).

## Derivat

En finansiell kontrakt hvor verdien avhenger av verdien til en underliggende variabel på et fremtidig tidspunkt. Priser på finansielle aktiva, råvarer osv. benyttes ofte som underliggende variabel. Opsjoner og terminkontrakter er eksempler på derivater.

## Durasjon

Durasjonen til en fastrenteobligasjon er den tid det i gjennomsnitt tar før alle kontantstrømmer (rentekuponger og hovedstol) forfaller til betaling. Durasjonen (egentlig modifisert durasjon) gir i tillegg uttrykk for hvor følsom verdien av obligasjonen er for endringer i rentenivået, og forteller hvor mange prosent verdien av obligasjonen vil gå ned med dersom markedsrentene stiger med ett prosentpoeng. Lang durasjon betyr at obligasjonsverdien er svært følsom for renteendringer.

## Effektiv rente

Avkastningen (årlig rente) man vil oppnå ved å investere i et rentepapir til dagens kurs og sitte på det til forfall. Kalles også yield.

## Egenkapitalinstrumenter

Aktivklasse som i hovedsak omfatter (fysiske) aksjer, aksjefuturekontrakter og opsjoner knyttet til aksjeverdier.

## Egenkapitalbevis

Verdipapir som ligner på en aksje, men som skiller seg med hensyn til eierrett til selskapsformuen og innflytelse i selskapets organer. Egenkapitalbevis kan utstedes av sparebanker, kredittforeninger og gjensidige forsikringsselskaper for å tiltrekke seg ny kapital.

## Emisjon

Innhenting av kapital ved utstedelse av verdipapirer. Ved en aksjeemisjon blir det utstedende aksjeselskapet tilført ny egenkapital, mens ved utstedelse av obligasjons- og sertifikatlån blir utsteder tilført ny fremmedkapital.

## ESB

Den europeiske sentralbanken, lokalisert i Frankfurt, som fra 1. januar 1999 har hatt ansvaret for å utforme og gjennomføre pengepolitikken innenfor den monetære unionen i EU.

## Fastrenteobligasjon

Obligasjon som gir samme nominelle rente i hele løpetiden.

## Finansieringsforetak

Samlebetegnelse for finansieringsselskaper og kredittforetak.

## Finansieringsselskap

Selskap som har konsesjon til å drive finansieringsvirksomhet, men ikke er bank, forsikringsselskap eller låneformidlingsforetak. I motsetning til kredittforetak er finansieringsselskap ikke obligasjonsutstedende.

## Finansinstitusjoner

Selskap, foretak eller annen institusjon som driver finansieringsvirksomhet, med unntak av offentlige kredittinstitusjoner og fond, verdipapirfond, verdipapirforetak. Finansinstitusjon er en samlebetegnelse for banker, finansieringsforetak og forsikringsselskaper.

## Finanstilsynet

Finanstilsynet fører tilsyn med finansinstitusjoner, institusjonene i verdipapirmarkedet, pensjonskasser, revisorer, regnskapsførere, eiendomsめglere og inkassoselskaper.

## F-innskudd

Bankenes innskudd i Norges Bank til fast rente og løpetid.

## Float

Floatperiode: Perioden fra det tidspunkt betalers konto belastes et beløp til det tidspunktet mottakers konto godskrives det samme beløp. Floatinntekt: Avkastningen den betalingsformidlende institusjon har av floatbeløpet i floatperioden.

## F-lån

Bankenes lån i Norges Bank til fast rente og løpetid.

## Foliorenten

Renten bankene får på sine innskudd fra en dag til den neste i Norges Bank. Foliorenten er det viktigste virkemiddelet i pengepolitikken.

## Forvaltningskapital

Den samlede verdien av midlene en finansinstitusjon har til forvaltning. Forvaltningskapitalen tilsvarer balansesummen. Forkortelsen GFK benyttes for gjennomsnittlig forvaltningskapital.

## FRA-rente

Forward Rate Agreement. Fremtidig renteavtale. Avtale mellom to parter om å fastlåse rentesatsen på et fremtidig innlån eller utlån for en gitt periode.

## Gjenkjøpsavtale

Salg av verdipapirer der man samtidig gjør en avtale om å kjøpe papirene tilbake på et senere tidspunkt til en avtalt pris.

## Hybridkapital

Som andre bedrifter er bankene finansiert ved egenkapital og lån. Hybridkapital er en mellomting mellom egenkapital og lån. Hybridkapital er egenkapital i dårlige tider, og lån i gode. Avkastningen til hybridkapitalen er en rente, på samme måte som andre obligasjoner, med fast eller flytende rente. Det gjør at avkastningen på hybridkapital er trygg og forutsigbar, på samme måte som annen gjeld. Egenkapitalen får derimot utbytte, som varierer fra år til år. Hvis en bank taper mye penger, går det utover egenkapitalen. Men hybridkapitalen skal også skrives ned i samme takt som denne. På samme måte; hvis en bank går så dårlig at den ikke har lov til å betale utbytte til egenkapitalen, skal den heller ikke betale renter på hybridkapitalen.

# Ord og uttrykk brukt i finansreglement og finansrapport

## IMM-dager

Vanlig brukte forfallsdager for standardiserte pengemarkedsprodukter (forkortelsen står for International Money Market).

## Implisitt volatilitet

Forventet fremtidig volatilitet utledet fra opsjonspriser.

## Indeks

En veiet sum av økonomiske/finansielle størrelser. Indekser benyttes til å si noe om utviklingen over tid. Konsumprisindekser og aksjeindekser er eksempler på hyppig benyttede indekser.

## Inflasjon

Vedvarende vekst i det generelle prisnivået. Inflasjonen måles vanligvis ved veksten i konsumprisindeksen (KPI).

## Intervensjoner

Norges Banks kjøp og salg av utenlandsk valuta med sikte på å påvirke valutakursen.

## Kapitaldekning

Et forholdstall som sier noe om soliditeten til finansinstitusjoner og verdipapirforetak. Det er spesielle regler for hvordan kapitaldekningen skal beregnes. Se Finanstilsynets nettsider om kapitaldekning.

## Konkurrensekursindeksen (KKI)

Indeks som viser verdien av norske kroner målt mot et veid gjennomsnitt av valutaene til 25 av Norges viktigste handelspartnere. Stigende indeksverdi betyr svakere kronekurs.

## Korrelasjon

Korrelasjonen mellom to variable beskriver graden av samvariasjon. Dersom korrelasjonen er lik 1 beveger de to variablene seg alltid helt i takt. Dersom det er null korrelasjon, beveger de seg helt uavhengig av hverandre.

## KPI

Konsumprisindeks. Indeks som måler veksten i konsumprisene (se inflasjon).

## KPI-JAE

Et mål på veksten i konsumprisene justert for avgiftsendringer og uten energivarer. KPI-JAE er et mål på den underliggende prisstigningen.

## Kredittforetak

Foretak som i hovedsak finansierer sin utlånsvirksomhet ved utstedelse av obligasjoner.

## Kredittindikatorer (K2, K3)

Månedlige indikatorer for kreditt til publikum (kommuneforvaltning, ikke-finansielle foretak og husholdninger). De viktigste indikatorer omfatter henholdsvis publikums bruttogjeld til innenlandske kreditorer (K2) og til alle kreditorer, dvs. inkludert utlandet, (K3).

## Kredittinstitusjon

Foretak som mottar innskudd eller andre tilbakebetalingspliktige midler og yter lån for egen regning.

## Kredittrisiko

Risiko for at motpart ikke oppfyller sine forpliktelser. I et låneforhold består kredittrisikoen i at låntager ikke oppfyller låneavtalen.

## Likviditetspremie

Ulike verdipapirer er mer eller mindre lett omsettelige. For eksempel omsettes det i de fleste land statsobligasjoner for store beløp hver dag, mens det for enkelte obligasjoner utstedt av private selskaper kan være vanskelig å finne en kjøper eller selger om en ønsker å foreta en handel. Papirer som det vanskelig å få solgt har gjerne litt høyere avkastning på grunn av det. Denne meravkastningen kalles en likviditetspremie.

## Likviditetsrisiko (for finansinstitusjoner)

Risiko for økte kostnader som følge av at en motpart ikke gjør opp sin forpliktelse til rett tid. Risikoen skyldes at finansinstitusjonene, og spesielt bankene, i stor grad finansierer en forholdsvis langsiktig utlånsportefølje med kortsiktige innskudd eller innlånning.

## Likviditetsrisiko (i finansielle markeder)

Risikoen for å oppnå en dårlig pris fordi antallet aktuelle kjøpere/selgere i markedet er lite. OBX er de 25 mest likvide aksjene på Oslo børs. OB Match er øvrige aksjer med minimum 10 handler pr. dag. OB Standard er aksjer med mindre enn 10 handler pr. dag.

## M2

Pengeholdende sektors (publikum og andre finansielle foretak enn banker og statlige låneinstitutter) beholdning av sedler og mynt, ubundne bankinnskudd og banksertifikater. M2 betegnes som det brede pengemengdebegrepet. Se også pengemengden.

## Markedskapitaliseringsvekter

Markedskapitaliseringsvekter er vekter som svarer til den andel hvert aktivum eller aktivaklasse eller land/region har av total markedsverdi innenfor et definert univers. For Petroleumsfondet brukes slike vekter til å bestemme hvor stor andel hvert lands aksjeindeks skal ha i totalindeksen for en region.

## Markedsrisiko

Risiko for potensielt tap i form av redusert markedsverdi som følge av prisfluktuasjoner i finansielle markeder.

## Meravkastning, mindreavkastning

Se differanseavkastning.

## Nominell rente

Pålydende rente på en finansiell fordring. Se også realrente.

## Nullkupongobligasjon

En obligasjon uten rentebetalinger. Nullkupongobligasjoner legges ut til underkurs, dvs. til en kurs lavere enn pålydende verdi, og løses inn til pålydende verdi ved forfall.

## Obligasjon

Standardisert omsettelig lån med opprinnelig løpetid på minst ett år. Betingelsene ved et obligasjonslån, slik som løpetid, rente, renteutbetalingsdatoer og eventuelle rentereguleringsbestemmelser, avtales ved utstedelsen av lånet.

## Operasjonell risiko

Risiko knyttet til faren for forstyrrelser og avbrudd av driftsmessig art, for eksempel brudd på prosedyrer, feil i IT-systemer eller maskinvarer, regelbrudd, bedragerier, brann og terrorangrep.

## Oppgjørslisiko

Risiko for tap og likviditetsproblemer i forbindelse med avregnings- og oppgjørsfunksjonene. Oppgjørslisiko omfatter kredittrisiko, likviditetsrisiko, juridisk risiko og operasjonell risiko. Ved betalingsformidling blir transaksjoner generert av kunder og de resulterende eksponeringer vil ikke være resultat av eksplisitte kredittvurderinger. Risikoen som oppstår i et betalingssystem.

## Opsjon

Man skiller mellom to typer opsjoner, kjøpsopsjoner og salgsopsjoner. En kjøpsopsjon (salgsopsjon) er en rett, men ikke plikt til å kjøpe (selge) et underliggende aktivum til en på forhånd avtalt pris. Mulige underliggende aktiva er aksjer, valuta m.m.

## Pengemarkedsfond

Pengefond eller sameie som tar i mot penger fra publikum og investerer dem videre i kortsiktige verdipapirer.

## Pengemengden

Pengeholdende sektors beholdning av sedler og mynt, bankinnskudd og andre finansielle instrumenter som inngår i ulike pengemengdebegreper (se også M2). Pengeholdende sektor består av publikum (kommuneforvaltningen, ikke-finansielle foretak og husholdninger) samt andre finansielle foretak enn banker og statlige låneinstitutter. (Merk at det gjelder andre definisjoner for basispengemengden).

# Ord og uttrykk brukt i finansreglement og finansrapport

## Pengeoppgjøret

Pengedelen av verdipapiroppgjøret.

## Pengepolitikk

Myndighetens styring av renter og likviditet i markedet for norske kroner. Det viktigste virkemiddelet i pengepolitikken er renten på bankenes innskudd i Norges Bank (foliorenten).

## Portefølje

Brukes om samlet mengde av de verdipapirer som et fond blir investert i. Petroleumsfondets portefølje består blant annet av aksjer, aksjefuturekontrakter, obligasjoner, pengemarkedsplasseringer, rentefuturekontrakter og valutaterminkontrakter.

## Realrente

Realrenten er nominell rente korrigert for prisstigning (inflasjon).

## Referanseportefølje

En referanseportefølje er en tenkt portefølje med en bestemt sammensetning av verdipapirer (obligasjonsindeks eller aksjeindeks) som en forvalter resultatmåles i forhold til. Referanseporteføljen representerer en nøytral investeringsstrategi.

## Rentebærende instrumenter

Finansielle kontrakter der avkastningen er knyttet til en avtalt rente av en pålydende verdi. Et eksempel er obligasjoner.

## Renteforvaltning

Styring og oppfølging av en portefølje av rentebærende instrumenter.

## Rentefølsomhet

Sier noe om hvor mye kursen på et rentefond endres ved renteendring på ett prosentpoeng i pengemarkedet.

## Rentemargin

Differansen mellom (en banks) utlåns- og innskuddsrente.

## Rentepapirer

Fellesbetegnelse for obligasjoner, sertifikater og statskasserveksler.

## Renterisiko

Risiko for potensielt tap i form av redusert markedsverdi som følge av fluktuasjoner i renten.

## Risikopremie

Den ekstra avkastningen en investor forventes å oppnå ved en risikabel investering i forhold til en risikofri investering. Investeringer i statlige rentepapirer benyttes vanligvis som det risikofrie sammenligningsgrunnlaget, selv om ingen investeringer er helt uten risiko.

## Sertifikat

Standardisert omsettelig lån med løpetid på inntil 12 måneder (ett år). Se også obligasjon.

## Short-salg

I mange markeder er det tillatt å avtale salg av verdipapirer man ikke eier. På avtalt leveringsdato må imidlertid selgeren ha papiret, enten etter å ha kjøpt det eller vanligere ved å ha lånt det av en tredjepart. Short-salg kan være lønnsomt dersom man venter at prisen på verdipapiret skal synke før man må kjøpe det.

## Spread

Brukes generelt om forskjellen mellom to priser. I obligasjonsmarkedet brukes spread om forskjellen mellom salgs- og kjøpskurs på en obligasjon. Ved omsetning av obligasjoner tar ikke meglerne direkte betalt for sine tjenester, men stiller i stedet kurser for kjøp og salg.

## Standardavvik

Standardavvik er et mål som viser hvor mye verdien av en variabel kan ventes å svinge. For en konstant verdi vil standardavviket være lik 0. Høyere standardavvik betyr større svingninger.

## Statskasserveksel

Et standardisert omsettelig lån utstedt av den norske stat med løpetid under ett år og ingen rentebetalinger. Se også nullkuponobligasjon.

## Styringsrente

Sentralbankens sentrale rente i utøvelsen av pengepolitikken. I Norge er dette foliorenten.

## Støttekjøp

En sentralbanks kjøp av en valuta for å øke prisen/kursen på valutaen (se intervensjoner).

## Swap

Avtale mellom to parter om å bytte fremtidige kontantstrømmer. For eksempel kan den ene parten betale den andre flytende rente, mens den selv mottar fast rente.

## Taktisk aktivaallokering

Å velge andre aktiva- eller markedssammensetninger enn i referanseporteføljen med sikte på å oppnå høyere avkastning.

## Terminkontrakter

Kontrakter om kjøp eller salg av aktiva på et fremtidig tidspunkt og til en bestemt pris. Petroleumsfondet kjøper og selger valuta på termin, for å unngå valutakursrisiko i forhold til referanseporteføljens valutassammensetning.

## Terminrenter

Terminrenter er renter som løper mellom to fremtidige tidspunkter. Terminrentene kan under visse forutsetninger gi uttrykk for markedets forventninger om fremtidig rentenivå.

## Valutakurs

Prisen på et lands valuta målt mot andre lands valuta, for eksempel norske kroner per euro.

## Valutaopsjoner

En rett, men ikke plikt, til å kjøpe eller selge et bestemt beløp valuta til en på forhånd avtalt valutakurs.

## Valutareserver

Norges Banks beholdninger av finansielle aktiva i utenlandsk valuta som skal kunne benyttes i gjennomføringen av pengepolitikken. Norges Bank forvalter i tillegg Statens Petroleumsfond på vegne av Finansdepartementet.

## Valutarisiko

Risiko for potensielt tap i form av redusert markedsverdi som følge av fluktuasjoner i valutakursen.

## Valutaswapmarkedet

Et marked der to aktører i dag foretar et bytte mellom to valutaer med avtale om å reversere byttehandelen på et fremtidig tidspunkt til et bestemt kursforhold mellom de to valutaer (valutabytteavtale).

## Verdipapirfond

Et fond som eies av en ubestemt krets av personer og hvor midlene i det vesentlige er investert i verdipapirer.

## Verdipapirforetak

Foretak som yter investeringstjenester.

## Volatilitet

Et statistisk mål for svingningene i en tidsserie.

## VPS

Verdipapirsentralen (VPS) er en privat, selveiende institusjon, opprettet ved lov om verdipapirsentral, som driver et elektronisk rettighetsregister for aksjer, obligasjoner og andre finansielle instrumenter med i hovedsak norske utsteder.