

Forvaltning av Statens petroleumsfond Rapport for første kvartal 1999

Sammendrag

I første kvartal 1999 hadde Statens petroleumsfond en avkastning på 2,93 prosent målt i den valutakurven som svarer til sammensetningen av Petroleumsfondets referanseportefølje. Målt i norske kroner var avkastningen 0,14 prosent. Forskjellen mellom de to avkastningstallene skyldes at den norske kronen i første kvartal ble mer verdt i forhold til valutakurven. Det er imidlertid avkastningen målt i valutakurven som gir best uttrykk for utviklingen i fondets internasjonale kjøpekraft. Det er derfor mest relevant å bruke dette avkastningstallet.

Avkastningen på aksjeporteføljen var i første kvartal 6,62 prosent målt i Petroleumsfondets valutakurv. Den høye avkastningen gjenspeiler generell oppgang i de viktigste aksjemarkedene, særlig i Japan. Obligasjonsporteføljen hadde en avkastning på 0,40 prosent målt i valutakurven. Her var det store forskjeller mellom hovedmarkedene, med høyest avkastning i Japan og lavest i USA.

Avkastningen i første kvartal var nært sammenfallende med avkastningen på referanseporteføljen som Finansdepartementet har definert. Petroleumsfondets portefølje hadde en mindreavkastning på 0,02 prosentpoeng i forhold til referanseporteføljen.

Petroleumsfondets internasjonale aksje- og obligasjonsporteføljer er ikke tilført nye midler i løpet av første kvartal 1999. Markedsverdien av fondets verdipapirportefølje var 31. mars på 172,1 milliarder kroner.

1. Mandat

Norges Bank forvalter Petroleumsfondet i samsvar med forskrift fastsatt av Finansdepartementet 3. oktober 1997, siste gang endret 10. desember 1998.

Fondets midler skal investeres i utenlandsk valuta, enten i egenkapitalinstrumenter eller i rentebærende instrumenter. I forskriften defineres de 21 land det kan investeres i. I samsvar med forskriften har Finansdepartementet definert en referanseportefølje for Petroleumsfondet. Referanseporteføljen er satt sammen av bestemte aksje- og obligasjonsindekser i de 21 landene. Aksjer utgjør 40 prosent av denne porteføljen, mens obligasjoner utgjør 60 prosent. Verdipapirer notert i Europa utgjør 50 prosent, i Amerika 30 prosent og i Asia/Oseania 20 prosent. Referanseporteføljen er utgangspunktet for risikostyringen av Petroleumsfondet, og grunnlaget for resultatmåling av Norges Banks forvaltning.

Finansdepartementet har satt en grense for fondets markedsrisiko, i form av avvik fra referanseporteføljen. Faktisk portefølje skal aldri avvike så mye fra referanseporteføljen at forventet relativ volatilitet, målt på årsbasis ved hjelp av risikostyringssystemet BARRA, blir høyere enn 1,5 prosentpoeng. Begrepet relativ volatilitet er nærmere forklart i avsnitt 5.

2. Markedsutviklingen

I begynnelsen av året ble det spekulert omkring faren for internasjonale ringvirkninger av den alvorlige finanskrisen i Brasil. Landet opplevde sterkt fall både i valutaens internasjonale verdi og i aksjemarkedet, samtidig som rentenivået steg kraftig. Særlig amerikansk økonomi ble betraktet som utsatt for smitteeffekter. Tall for den realøkonomiske utviklingen i USA viste imidlertid ingen tegn på svakere økonomisk vekst. BNP-veksten er i første kvartal 1999 anslått til 4,5 prosent realvekst regnet som årsrate, og inntjeningen i de største bedriftene viste forbedring i forhold til første kvartal 1998. Den amerikanske dollaren har vært sterk gjennom første kvartal 1999.

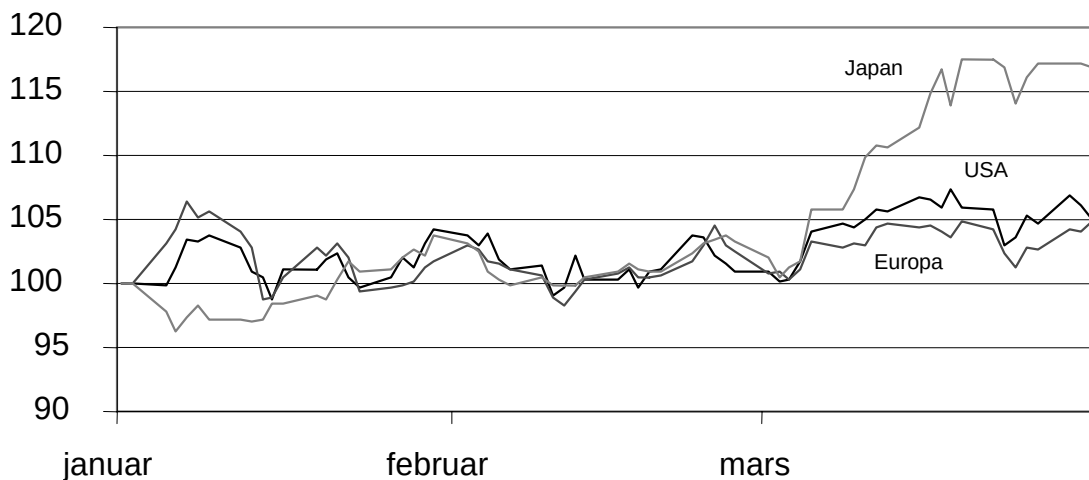
I februar ble det annonsert en omlegging av pengepolitikken i Japan og en plan for støtte til finansinstitusjonene. En prosess for restruktureringer i næringslivet og banksektoren synes å være kommet i gang, og dette har medvirket til mer optimisme om framtidsutsiktene for japansk økonomi. Kursen på yen har svekket seg i forhold til dollar og styrket seg i forhold til euro i første kvartal i år.

I Europa ble euro innført og kursene mellom de 11 euro-landenes valutaer låst fra årsskiftet. Denne første fasen av overgangen til en felles valuta gikk nokså smertefritt og ser ikke ut til å ha påvirket vurderingene av de økonomiske framtidsutsiktene for Europa mye. Gjennom kvartalet svekket imidlertid euroen seg med om lag 8 prosent mot amerikanske dollar.

Markedsaktørenes forventninger om veksten i verdensøkonomien ble noe mer positive gjennom første kvartal 1999. For USA økte gjennomsnittlig vekstanslag for 1999 fra 2,3

til 3,3 prosent, og vekstanslagene økte også for Asia utenom Japan.¹ Samtidig ble anslaget for prisveksten i OECD-landene nedjustert fra 1,5 til 1,3 prosent. Det skjedde til tross for at oljeprisen steg med om lag 4 dollar fatet som følge av de kutt i produksjonen som OPEC-landene og andre produsenter annonserte i mars.

Figur 1: Verdiutviklingen på Financial Times/Standard&Poor's aksjeindekser i Europa, Japan og USA (31.12.98 = 100)

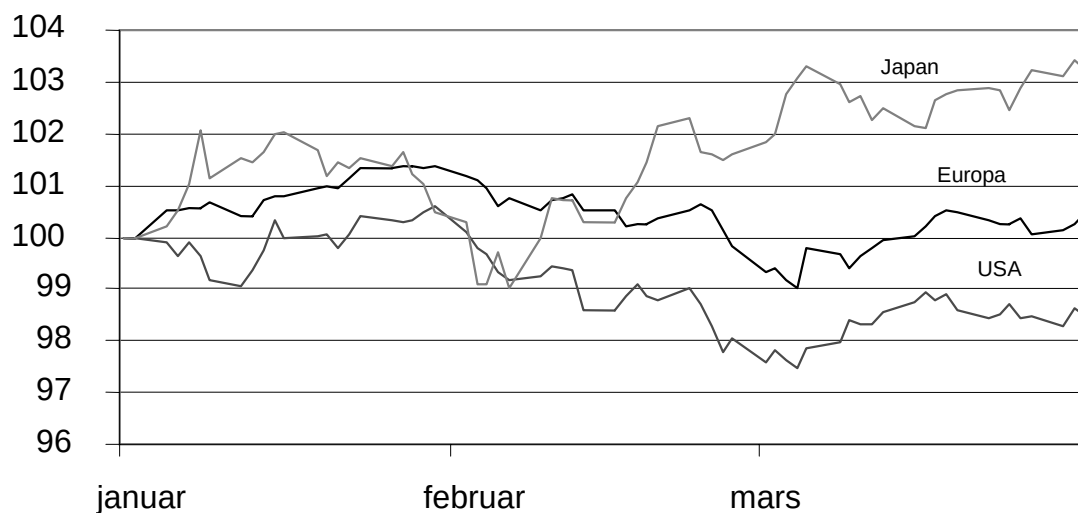


I de viktigste aksjemarkedene var det betydelige svingninger gjennom første kvartal 1999. Figur 1 viser utviklingen i Financial Times/Standard&Poors (FT/S&P) sine aksjeindekser for Europa, USA og Japan. For kvartalet som helhet gikk kursene betydelig opp, selv om stigningen ikke var like sterk som i fjerde kvartal 1998. I følge FT/S&P sin verdensindeks steg aksjeverdier med 6,3 prosent i lokal valuta. Blant hovedmarkedene viste Japan sterkest vekst med 16,8 prosent stigning, mens Europa og USA viste vekstrater rundt 5 prosent. Blant de 21 aksjemarkedene Petroleumsfondet er investert i var indeksavkastningen størst i Finland med 31,2 prosent og lavest i Danmark med -8,0 prosent.

Figur 2 viser avkastningen i markedene for statsobligasjoner i Europa, USA og Japan, målt ved Salomon Smith Barneys statsobligasjonsindeks. For kvartalet som helhet var det fallende renter i Japan, mens nivået i Europa endret seg lite. I USA ble troen på ytterligere rentenedgang svekket av tegnene på fortsatt rask vekst i økonomien, og rentene gikk noe opp. Dermed ga statsobligasjoner i USA en negativ avkastning på 1,5 prosent, som var lavest blant landene i fondets investeringsunivers. Japanske statsobligasjoner ga en avkastning på 3,2 prosent i kvartalet, som var høyest blant de land Petroleumsfondet er investert i. I Europa var avkastningen 0,6 prosent.

¹ Fra Consensus Forecasts Inc.

Figur 2: Verdiutviklingen på Salomon Smith Barneys statsobligasjonsindekser i Europa, Japan og USA (31.12.98 = 100)



3. Gjennomføring av forvaltningen

Tabell 3 viser markedsverdiene av Petroleumsfondets aksje- og obligasjonsporteføljer gjennom første kvartal 1999. Fordelingen på aktivaklasser har vært svært nær referanseporteføljens fordeling. Det har heller ikke vært store avvik fra referanseporteføljen innenfor hver av aktivaklassene.

Tabell 3: Markedsverdien av Petroleumsfondets aksje- og obligasjonsportefølje (millioner kroner)*

Dato	31.12.98	29.01.99	28.02.99	31.03.99
Aksjer	69.532	69.742	71.401	68.705
- derav ekstern indeksforvaltning	60.801	60.752	62.175	63.441
- derav ekstern aktiv forvaltning	6.379	6.463	6.599	6.534
- derav aksjeindeksfutures og utlån	2.352	2.527	2.626	-1.271
Obligasjoner	102.300	99.938	101.604	103.371
- derav ekstern aktiv forvaltning	823	806	819	801
- derav intern forvaltning	101.477	99.132	100.785	102.570
Totalt	171.832	169.681	173.005	172.076

* Markedsverdien er basert på handledato og ikke valuteringsdato. Tallene omfatter den særskilte porteføljen plassert i utenlandske verdipapirer som er motstykket til Petroleumsfondets kronekonto i Norges Bank, og inkluderer ikke mellomregning mellom fondet og statskassen.

Porteføljeverdiene har vært forholdsvis stabile gjennom kvartalet. I 1998 ble Petroleumsfondets kronekonto tilført 3,018 milliarder kroner for mye fra statskassen. Ved utløpet av første kvartal ble det samme beløpet formelt overført til kronekontoen, med avregning mot statskassens tilgodehavende fra 1998. Det ble dermed ikke reelt overført midler til fondets aksje- og obligasjonsporteføljer i kvartalet.

3.1. Forvaltningen av aksjeporteføljen

Det meste av aksjeporteføljen blir forvaltet etter indeksmandater, der forvalterne skal investere i porteføljer som avviker lite fra referanseporteføljen. 19. mars ble tallet på indeksforvaltere redusert fra fire til tre, og en av de gjenværende forvalterne fikk et regionalt mandat i Storbritannia i stedet for det tidligere globale mandatet. De tre indeksforvalterne hadde ved utgangen av kvartalet porteføljer med en samlet markedsverdi på om lag 63,5 milliarder kroner.

Tre forvaltere med aktive mandater ble tilført midler 30. november 1998. To av mandatene gjelder Europa utenom Storbritannia, mens det tredje gjelder Storbritannia. Ved utgangen av kvartalet hadde de tre aktive aksjeforvalterne porteføljer med en samlet markedsverdi på om lag 6,5 milliarder kroner. Det er tidligere inngått kontrakter med ytterligere to aktive forvaltere med mandater i Europa og Asia/Oseania, men disse har ikke fått midler til forvaltning i første kvartal. I første kvartal ble det inngått kontrakt med Fidelity Pensions Management om aktiv forvaltning av japanske aksjer. Det er ikke tildelt aktive aksjemandater for Amerika.

Intern aksjeforvaltning har i første kvartal 1999 vært begrenset til handel med aksjefuturekontrakter. Hensikten har i hovedsak vært å ha bedre løpende kontroll med total aksjeksponering, og bedre styring med tilpasninger knyttet til oppdatering av referanseporteføljen og tilførsel av midler til eksterne forvaltere.

3.2. Forvaltningen av obligasjonsporteføljen

Obligasjonsporteføljen blir i hovedsak forvaltet internt i Norges Bank. Mindre enn en prosent av porteføljen ble forvaltet av en ekstern forvalter.

Det er imidlertid satt i gang en prosess med sikte på at en større del av obligasjonsporteføljen skal forvaltes eksternt. I september 1998 ble aktive mandater for forvaltning av deler av obligasjonsporteføljen lyst ut. Det kom 82 søknader, og det omfattende arbeidet med å velge forvaltere til mandatene er nå i slutfasen. Implementering av disse mandatene vil likevel først skje i andre halvdel av 1999.

Obligasjonsporteføljen er i hovedsak plassert i statsgjeld i de landene som inngår i Petroleumsfondets referanseportefølje. I tillegg til statsobligasjoner er det også investert i obligasjoner utstedt av institusjoner med eksplisitt eller implisitt statsgaranti eller av internasjonale organisasjoner. Obligasjoner utstedt av andre enn stater inngår ikke i referanseporteføljen. Disse obligasjonene antas å ha en viss kredittrisiko og forventes derfor over tid å gi høyere avkastning enn statsobligasjoner.

Finansdepartementet har også godkjent investeringer i private selskapsobligasjoner med høy kredittverdighet, men Norges Bank har valgt å utsette investeringer i denne typen instrumenter inntil utførlige interne retningslinjer og systemer for risikokontroll er på plass.

4. Avkastning

Tabell 4 viser at Petroleumsfondet i første kvartal 1999 hadde en periodeavkastning på 2,93 prosent målt i Petroleumsfondets valutakurv. I februar var avkastningen negativ, mens det var positiv avkastning både i januar og mars. Målt i norske kroner var totalavkastningen i første kvartal 0,14 prosent. Det lave tallet skyldes at kronen i første kvartal styrket seg mot de fleste av valutaslagene i referanseporteføljen, slik at fondets valutakurv ble mindre verdt i forhold til kronen.

I forhold til referanseporteføljen hadde den faktiske porteføljen i første kvartal en mindreavkastning på 0,02 prosentpoeng (det vil si 2 basispunkter). Avviket er lite og gjenspeiler at fondets faktiske portefølje i første kvartal har vært svært lik referanseporteføljen.

Tabell 4: Periodeavkastningen i prosent for første kvartal 1999

Målt i Petroleumsfondets valutakurv			Målt i norske kroner		
	Faktisk portefølje	Referanseporteføljen	Faktisk portefølje	Referanseporteføljen	Differanse
Januar	1,66	1,61	-1,25	-1,30	0,05
Februar	-1,06	-1,07	1,97	1,96	0,01
Mars	2,35	2,41	-0,54	-0,47	-0,07
Første kvartal	2,93	2,94	0,14	0,16	-0,02

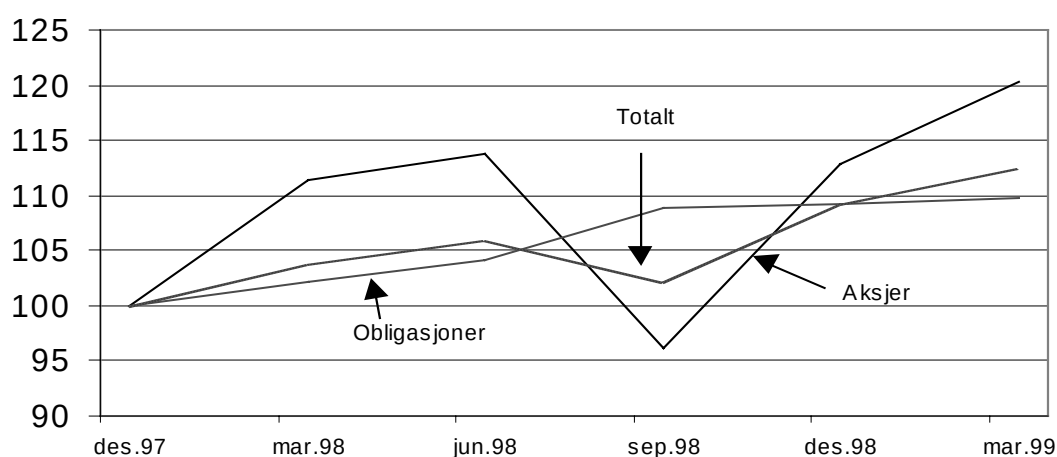
Tabell 5 viser avkastningen av aksje- og obligasjonsporteføljene hver for seg. Aksjeporteføljen har gitt høyest avkastning i første kvartal. Det gjenspeiler kursoppgangen i de viktigste aksjemarkedene, se avsnitt 2.

Tabell 5: Avkastningen i prosent for første kvartal 1999 målt mot ulike referansevalutaer

	Aksjeporteføljen	Obligasjonsporteføljen	Totalporteføljen
Petroleumsfondets valutakurv	6,62	0,40	2,93
Importveiet valutakurv	7,35	0,40	3,22
Amerikanske dollar	2,67	-3,98	-1,28
Norske kroner	4,15	-2,60	0,14

Tabell 5 viser også avkastningstall målt i amerikanske dollar, som styrket seg mot den norske kronen i kvartalet. Målt i dollar var fondets avkastning derfor negativ med 1,28 prosent. Dersom vi i stedet måler mot en valutakurv basert på importvekter finner vi en positiv periodeavkastning på 3,22 prosent.

Figur 6: Indeks for akkumulert avkastning av delporteføljene i Petroleumsfondet 1998-99. Fondets valutakurv pr. 31.12.97 = 100



Figur 6 viser hvordan avkastningen av investeringene har økt fondets verdi siden de nye retningslinjene begynte å gjelde fra 1. januar 1998. I løpet av de fem kvartalene har aksjeinvesteringene gitt en akkumulert avkastning på om lag 20 prosent, mens obligasjonsinvesteringene har gitt om lag 10 prosent avkastning.

Det ble tatt noen aktive posisjoner i løpet av første kvartal 1999. De bidro i ulik retning og hadde samlet liten effekt på forskjellen i avkastning mellom den faktiske porteføljen og referanseporteføljen (differanseavkastningen).

I tillegg til ordinær avkastning er inntekter fra forskjellige typer verdipapirutlån inkludert i tallene i tabell 4 og 5. Fra aksjeporteføljen gjøres utlån gjennom Chase Manhattan Bank, som er Petroleumsfondets depot for aksjer. Fra obligasjonsporteføljene lånes verdipapirer

ut både internt og gjennom enkelte av de eksterne depoter for obligasjoner. Tabell 7 viser at inntektene fra denne typen virksomhet i første kvartal var vel 19 millioner kroner, som utgjør 1,1 basispunkt i forhold til totalporteføljen.

Tabell 7: Inntekter fra utlån av verdipapir i første kvartal 1999

	NOK (1000)	Basispunkter* av delporteføljen	Basispunkter* av totalporteføljen
Utlån av aksjer	10 409	1,5	0,6
Utlån obligasjoner internt	4 415	0,4	0,3
Utlån obligasjoner eksternt	4 456	0,4	0,3
Utlån obligasjoner totalt	8 871	0,9	0,5

* En hundredel av et prosentpoeng

Det er videre slik at en del kostnader belastes Petroleumsfondets portefølje direkte og dermed inngår i beregningen av avkastningstallene ovenfor, men ikke i beregningen av referanseavkastningen. Det gjelder meglerkostnader ved aksjehandler og omsetningsavgifter i enkelte aksjemarkeder. Disse kostnadene utgjorde i første kvartal 1999 tilsammen 1-2 basispunkter av totalporteføljen.

En annen kilde til negativ differanseavkastning er at det i noen land betales skatt på utbytte for Petroleumsfondets investeringer, mens beregnet avkastning på referanseporteføljen forutsetter en skattestatus som ikke gir skattebelastning. Denne effekten kan anslås til 3-4 basispunkter av totalporteføljen på årsbasis, eller omtrent ett basispunkt pr. kvartal.

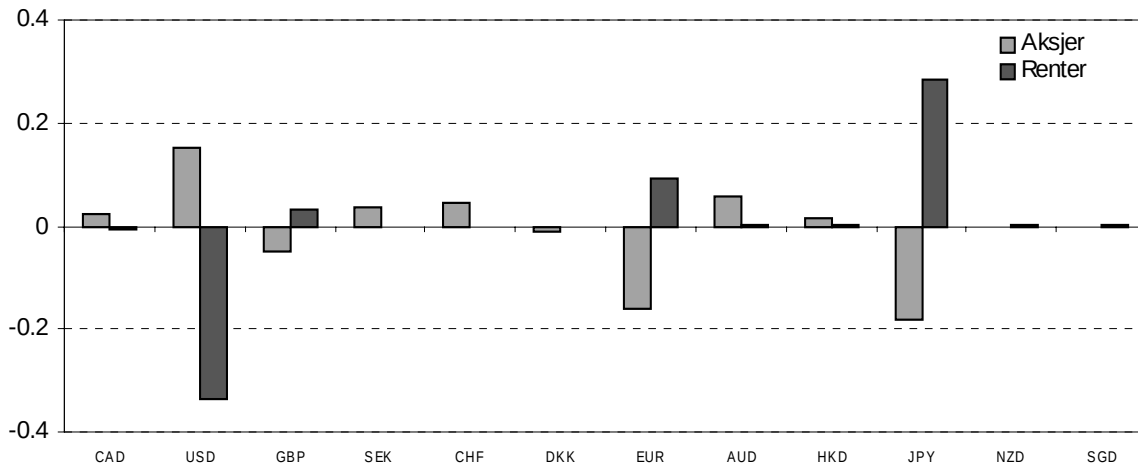
5. Risikoeksponering

5.1. Markedsrisiko

Figur 8 viser avvikene i markedseksponering mellom faktisk portefølje ved utgangen av kvartalet og den oppdaterte referanseporteføljen som skal gjelde i andre kvartal. Avvikene er svært små, og de fleste gjenspeiler bare det forhold at porteføljene ikke var fullt ut tilpasset den oppdaterte referanseporteføljen som ville gjelde fra 1. april. De avvikene en ser i obligasjonsporteføljen ble eliminert allerede den første handledagen etter kvartalsskiftet.

Dette er i samsvar med en beslutning om ikke å utnytte hele risikokvoten før organisasjonen er bygget opp til et nivå der alle rutiner og systemer for kontroll fungerer fullt ut. Norges Bank Kapitalforvaltning vil ta mer risiko med sikte på å oppnå meravkastning, både ved bruk av eksterne aktive forvaltere og i egenforvaltningen, etterhvert som organisasjonen blir bedre utbygget.

Figur 8: Vektavvik (i prosentpoeng) pr. 31.mars 1999, i forhold til referanseporteføljen ved inngangen til andre kvartal



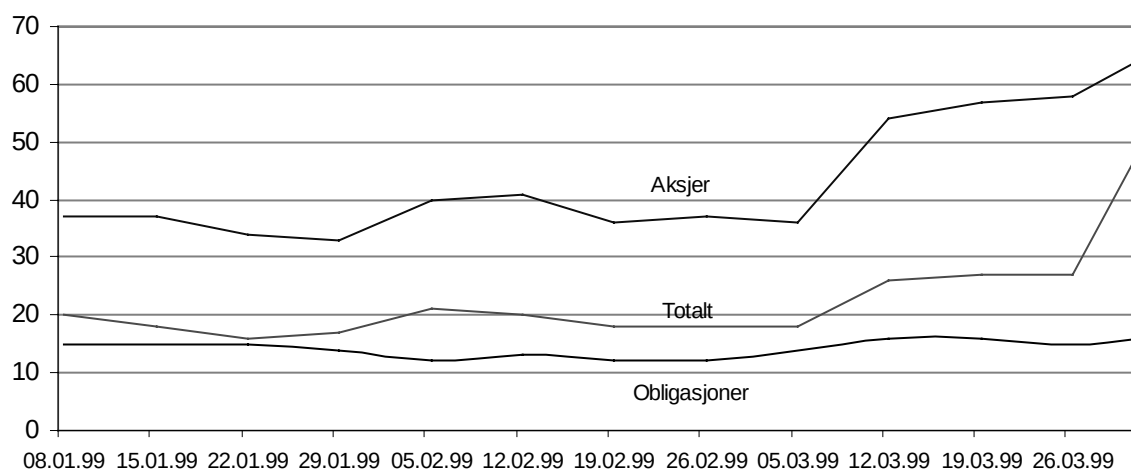
Forventet relativ volatilitet

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

Figur 9 viser nivået på forventet relativ volatilitet i totalporteføljen og i aksje- og obligasjonsporteføljene gjennom kvartalet. Volatilitetstallene for aksjer er stabile fram til mars, da den målte volatiliteten til aksjeporteføljen øker såpass mye at det også slår ut i totaltallet for fondets markedsrisiko. Dette har sammenheng med at inndelingen i delporteføljer på aksjesiden ble lagt betydelig om i mars. Etter omleggingen måtte beholdningstallene for denne perioden rekonstrueres, og de derfor ble noe mindre pålitelige enn vanlig.

Fondets referanseportefølje ble oppdatert fra 1. april og tilpasningen av den faktiske porteføljen var i gang allerede 31. mars. Det er forklaringen på at relativ volatilitet i forhold til den gamle referanseporteføljen øker helt mot slutten av mars.

Figur 9: Relativ volatilitet hver fredag i første kvartal 1999 målt i basispunkter



Etter Finansdepartementets forskrift skal gjennomsnittlig modifisert durasjon i obligasjonsporteføljen ligge mellom 3 og 7 år. Modifisert durasjon er et mål for hvor følsom porteføljeverdien er for endringer i rentenivået, og forteller hvor mange prosent verdien av porteføljen vil gå ned dersom rentene i alle obligasjonsmarkeder stiger med ett prosentpoeng. Tabell 10 viser at kravet til durasjon er oppfylt med god margin, ikke bare for hele obligasjonsporteføljen, men også i hver av de tre regioner fondet er investert i.

Tabell 10: Obligasjonsporteføljens modifiserte durasjon fordelt på regioner pr 31. mars 1999

Region	31.01.99	26.02.99	31.03.99
Nord-Amerika	5,39	5,41	5,34
Asia	5,43	5,52	5,58
Europa	5,48	5,38	5,38

Endringene over tid gjenspeiler i hovedsak endringer i referanseporteføljen. I Asia ser vi at durasjonen blir markert lengre gjennom kvartalet. Det skyldes at den japanske stat har utstedt svært mange nye statslån med lang løpetid i det siste. Disse inkluderes fortløpende i Petroleumsfondets referanseportefølje. Dermed må durasjonen i den faktiske porteføljen økes for å unngå store avvik fra referanseporteføljen.

5.2. Kredittrisiko

Tabell 11 viser sammensetningen av obligasjonsporteføljen basert på kredittvurderingene til Moody's og Standard & Poor's (S&P). Beste klasse for kredittvurdering er vist øverst i tabellen. Jo lenger ned i tabellen en går, desto dårligere er klassen for kredittvurdering. Nederst kommer de obligasjonene som ikke har noen rating fra de to byråene.

38 obligasjoner i Petroleumsfondets portefølje er ikke klassifisert av S&P. En av disse er utstedt av en internasjonal organisasjon med høy kredittverdighet, mens resten anses for å ha implisitt eller eksplisitt statsgaranti. 13 av disse obligasjonene er heller ikke klassifisert av Moody's.

Tabell 11: Obligasjonsporteføljen per 31. mars 1999 fordelt etter kredittvurdering (markedsverdi i millioner kroner)

Moody's			Standard & Poor's		
Karakter	Markedsverdi	Del av total	Karakter	Markedsverdi	Del av total
+++ *	85.529	82,7 %	+++	85.529	82,7 %
Aaa	12.289	11,9 %	AAA	9.123	8,8 %
Aa1	2.773	2,7 %	AA+	2.101	2,0 %
Aa2	585	0,6 %	AA	1.995	1,9 %
Aa3	597	0,6 %	AA-	115	0,1 %
Lavere	200	0,2 %	Lavere	0	0,0 %
Ingen rating	1398	1,4 %	Ingen rating	4.509	4,4 %
Sum	103.371	100,0 %	Sum	103.371	100,0 %

* Karakteren +++ er gitt til verdipapir som er utstedt av en stat i landets egen valuta. Det vil i prinsippet si at gjelden kan innfris ved å trykke opp penger. I tillegg er kontanter inkludert i klassen +++.

5.3. Overholdelse av forskriften

Tabell 12 gir en oversikt over de grenser for risikoeksponering som gis i Finansdepartementets forskrift, og den tilpasning som faktisk har vært gjort i løpet av kvartalet. Tallene viser at forvaltningen har skjedd innenfor forskriftens grenser.

Tabell 12: Forskriftens grenser for risikoeksponering

Paragraf	Risiko	Grenser	Faktisk 31.12.98	Faktisk 31.01.99	Faktisk 28.02.99	Faktisk 31.03.99
§ 4	Markedsrisiko	Maksimalt 1,5 prosentpoeng relativ volatilitet	0,20%	0,17%	0,19%	0,48%
§ 5	Aktivafordeling	Obligasjoner 50-70% Aksjer 30-50%	59,5% 40,5%	58,9% 41,1%	58,7% 41,3%	60,1% 39,9%
§ 6	Valutafordeling	Europa 40-60% Amerika 20-40% Asia/Oseania 10-30%	50,1% 29,9% 20,1%	49,7% 30,5% 19,8%	49,3% 30,6% 20,1%	50,0% 29,8% 20,2%
§ 7	Renterisiko	Modifisert durasjon 3-7	5,14	5,45	5,42	5,41
§ 8	Kredittrisiko	Maks 20% i bankinnskudd	3,4%	4,8%	5,7%	9,5%
§ 10	Maksimal eierandel	Maks 1 % av et selskap	0,43%	0,51%	0,51%	0,41%

6. Kostnader

Tabell 13 gir en oversikt over regnskapsførte kostnader ved forvaltningen av Statens petroleumsfond i første kvartal 1999. Kostnadene består dels av honorarer til eksterne forvaltere og depotinstitusjoner, og dels av Norges Banks interne driftskostnader. Norges Bank Kapitalforvaltning har foruten Petroleumsfondet også ansvaret for Statens petroleumsforsikringsfond og den største delen av Norges Banks valutareserver. De totale interne kostnadene fordeles på de tre fondene ved hjelp av et sett internpriser. De interne kostnadene omfatter ikke bare Norges Bank Kapitalforvaltning, men også alle støttefunksjoner utenom dette området. Omfanget av den siste typen kostnader er beregnet etter de retningslinjer som gjelder for forretningsdrift i Norges Bank.

De regnskapsførte kostnadene omfatter ikke avskrivninger på oppstart- og investeringskostnader. Omregning til kostnader på årsbasis kan derfor ikke bli helt riktig. Med det forbeholdet viser tabellen kostnader som på årsbasis utgjør om lag 0,102 prosent av gjennomsnittlig portefølje for aksjer og 0,044 prosent av gjennomsnittlig portefølje for obligasjoner.

For hele porteføljen er forvaltningskostnadene på årsbasis om lag 0,068 prosent av gjennomsnittlig markedsverdi i kvartalet. Kostnadene er blitt lavere enn forventet, særlig fordi aktiv ekstern forvaltning har fått mindre omfang. Men kostnadene er likevel høyere enn i 1998. Det skyldes blant annet at totalporteføljen er større, og med en høyere

aksjeandel enn fondet gjennomsnittlig hadde i 1998. Det skyldes videre et noe større innslag av aktiv forvaltning, og en bedre utbygd forvaltningsorganisasjon. Kostnadene er fortsatt lave sett i forhold til sammenlignbare forvaltningsinstitusjoner internasjonalt.

Tabell 13: Regnskapsførte forvaltningskostnader i første kvartal 1999 (1000 kroner)

	Året 1998	1. kvartal 1999
Honorar til indeksforvaltere aksjer	9283	3386
Honorar til aktive forvaltere aksjer	1804	3977
Honorar til aksjedespot	6736	2545
Interne kostnader i aksjeforvaltningen	9343	7652
Sum aksjeforvaltning	27166	17860
Honorar til eksterne obligasjonsforvaltere	874	354
Honorar til obligasjonsdepoter	4272	1905
Interne kostnader i obligasjonsforvaltningen	29012	8938
Sum obligasjonsforvaltning	34158	11197
SUM FORVALTNINGSKOSTNADER	61324	29057

Forvaltningsavtalen mellom Finansdepartementet og Norges Bank fastsetter prinsippene for den godtgjøring Norges Bank skal motta for å utføre forvaltningen av Petroleumsfondets porteføljer. Utgangspunktet er at godtgjøringen skal dekke de kostnader banken har. For 1999 er det fastsatt godtgjøringssatser på 0,15 prosent av gjennomsnittlig aksjeverdi i referanseporteføljen og 0,055 prosent av gjennomsnittlig obligasjonsverdi i referanseporteføljen. Det svarer til en gjennomsnittlig godtgjøring på 0,093 prosent av fondets markedsverdi gjennom året. Godtgjøringssatsene kan bli endret på grunnlag av informasjon som foreligger før 1. september.

VEDLEGG 1: Budsjett- og regnskapsavdelingen

ØKONOMISK RAPPORTERING STATENS PETROLEUMSFOND PR. 1. KVARTAL 1999

Petroleumsfondets portefølje pr. 31.03.99

Etter forskrift for forvaltning av Statens petroleumsfond har Norges Bank plassert fondets kroneinnskudd særskilt i aktiva denominert i utenlandsk valuta. Innestående på kronekonto hensyntatt regnskapsført avkastning og påløpt forvaltningsgodtgjørelse for perioden 1.1.99-31.03.99 utgjør samlet kr. 165.467.060.749,59 pr. 31.03.99.

Pr. 31.03.99 fordeler porteføljen seg på følgende instrumenter (i tillegg fremgår sammenligningstall for alle fire kvartaler 1998):

Tall i hele tusen kroner

Instrument	31.03.98	30.06.98	30.09.98	31.12.98	31.03.99
Bankinnskudd/utlån i utlandet	4 278 716	6 378 405	7 094 356	5 891 261	5 169 653
Utenlandske statskasseveksler	-	123 783	333 606	492 384	188 041
Utenlandske ihendehaverobligasjoner	83 363 584	76 711 343	85 457 847	97 836 191	96 215 947
Aksjer i utlandet	28 583 192	46 292 677	45 949 356	64 245 807	63 130 493
Utlån i utlandet	1 187 302	3 826 471	3 710 759	8 000 533	8 821 665
Opptjente, ikke forfalte renter	2 017 669	1 442 068	1 924 493	2 361 879	2 005 396
Opptjent dividende inkl. kildeskatt	68 909	91 283	101 078	98 578	230 555
Reguleringer av terminkontrakter	-	-1 739	-14 825	-7 610	1 176
Innlån utenlandske banker	-1 187 302	-2 213 499	-4 297 802	-11 215 049	-10 179 699
Påløpte ikke forfalte renter	-1 766	-5 136	-84	-118	-
Diverse gjeld			-49 153	-77 362	-116 167
Total portefølje	118 310 304	132 645 656	140 209 631	167 626 494	165 467 060

Plasseringene i utenlandsk valuta er omregnet til norske kroner etter markedskurser pr. 31.03.99 notert på WM Reuters London 4.00 P.M. Porteføljen av utenlandske verdipapirer er verdsatt til laveste verdi av gjennomsnittlig anskaffelseskost og markedsverdi pr. 31.03.99.

Pr. 31.03.99 var det kjøpt børsnoterte futureskontrakter med samlet markedsverdi 2.720,8 millioner kroner. På samme tidspunkt var det futures salgskontrakter med samlet markedsverdi 4.363,3 millioner kroner. Pr. 31.03.99 var det kjøpt valuta på levering med samlet verdi 2.613,6 millioner kroner og valuta salgskontrakter beløp seg til 2.613,6 millioner kroner.

Petroleumsfondets regnskapsmessige avkastning pr. 31.03.99

Etter forskrift for forvaltning av Statens petroleumsfond skal Norges Banks bokførte avkastning på de utenlandske plasseringene tillegges Statens petroleumsfonds kronekonto. Bokført avkastning på kronekonto pr. 31.03.99 består av følgende komponenter (i tillegg fremgår sammenligningstall for alle fire kvartaler 1998):

Tall i hele tusen kroner

Bokført avkastning	31.03.98	30.06.98	30.09.98	31.12.98	31.03.99
Renteinntekter	1 657 894	2 932 567	4 156 859	5 566 546	1 434 999
Dividende	84 147	352 400	573 341	705 588	280 076
Valutakursregulering (tap)	2 776 568	3 751 596	3 291 827	13 149 314	-4 626 848
Urealisert verdipapirtap	-17 718	-18 393	-3 464 140	-60 969	-16 235
Realisert verdipapirgevinst	343 110	457 719	568 552	857 559	676 272
Kurtasje	-	-5 232	-7 302	-12 245	-3 813
Resultat terminhandel valuta	-	-104 298	-109 876	-4 158	3 508
Gevinst futures	153 341	134 232	166 806	1 369 864	115 474
Bokført avkastning på plasseringer	4 997 342	7 500 591	5 176 067	21 571 499	-2 136 567
Påløpt forvaltningsgodtgjørelse	-	-	-53 200	-77 362	-40 140
Netto opptj. bokført avkastning	4 997 342	7 500 591	5 122 867	21 494 137	-2 176 707

Bokført avkastningen for 1. kvartal 1999 er negativ. Årsaken er at det oppstår et valutakursreguleringstap på 4.626,8 mill. kr som en følge av styrket norsk krone.

Bokført avkastning bygger på de samme regnskapsprinsipper som Norges Banks regnskap. Dette innebærer bruk av laveste verdis prinsipp. Inntekter og kostnader i valuta er omregnet til norske kroner etter kursen på transaksjonstidspunktet og periodisert i henhold til regnskapsprinsippet. Laveste verdis prinsipp gir ikke uttrykk for markedsmessig avkastning på plasseringer i perioden.

Beregnet påløpt forvaltningsgodtgjørelse pr. 31.03.99 utgjør 40,1 millioner kroner.

VEDLEGG 2: Avkastningsrapport fra Område I / Markedsoperasjonsavdelingen

STATENS PETROLEUMSFOND/AVKASTNINGSRAPPORT 1. KVARTAL 1999

I denne rapporten presenteres markedsverdien og avkastningen på Statens petroleumsfond i løpet av første kvartal 1999.

Tabell 1: Statens petroleumsfonds markedsverdi (i tusen kroner)				
	31.12.98	31.01.99	29.02.99	31.03.99
Obligasjonsporteføljen	102 299 938	99 938 461	101 603 977	103 371 087
Aksjeporteføljen	69 532 243	69 742 059	71 400 900	68 705 212
Totalt	171 832 181	169 680 520	173 004 877	172 076 299

Avkastningen på Statens petroleumsfond:

I første kvartal 1999 hadde Statens petroleumsfond en tidsvektet periodeavkastning på 0,14 % målt i norske kroner (jf. tabellen nedenfor). Referanseporteføljen² hadde en avkastning på 0,16 %, slik at den faktiske porteføljen hadde en mindreavkastning på 0,02 prosentpoeng.

Renteporteføljens avkastning er beregnet til -2,60 %, mens aksjeporteføljens avkastning er beregnet til 4,15 %.

Tabell 2: Avkastning i norske kroner i løpet av 1. kvartal 1999³			
	Faktisk	Referanse	Avvik⁴
TOTALT	0,14%	0,16%	-0,02%

² Se vedlegg 3 som beskriver metodegrunnlaget for avkastningsberegningene og konstruksjonen av referanseporteføljene.

³ Periodeavkastning (dvs. ikke annualisert) målt i norske kroner. Den totale avkastningen på Petroleumsfondet er fastsatt med en stor grad av sikkerhet, dog med de forbehold som er nevnt i beskrivelsen av metodegrunnlag.

⁴ Regnet i prosentpoeng.

VEDLEGG 3: METODEGRUNNLAG FOR AVKASTNINGSBEREGNINGENE

Avkastningen beregnes etter markedsverdiprinsippet, dvs. at porteføljene verdsettes til de aktuelle markedspriser ved beregningsperiodens slutt. Alle avkastningskomponenter, dvs. rentekostnader og -inntekter, beholdningsendringer og verdipapirprisendringer, er inkludert i avkastningen og periodisert til riktig beregningsperiode. Handedato benyttes ved periodisering av inngåtte, ikke oppgjorte transaksjoner i verdi- og resultatberegningen. Avkastningen sammenlignes med avkastningen på referanseporteføljen. Det benyttes relativ geometrisk avkastning.

For å eliminere effekten av inn- og utbetalinger til og fra porteføljen bør man bruke tidsvektet avkastning ved sammenligning mot en referanseportefølje. Da kreves det at man beregner markedsverdien av porteføljen ved hvert kontantstrømtidspunkt og finner avkastningen som endring i markedsverdi. Slik finner man en avkastningsindeks ved hvert kontantstrømtidspunkt. Ut fra de enkelte avkastningsindekser finner man avkastningen for en periode ved å multiplisere de enkelte avkastningsindekser.

Norges Bank har foreløpig kvalitetssikrede markedsverdier kun ved månedsslutt, og har derfor ikke kunnet beregne en tidsvektet avkastning internt i måneden. I stedet er det brukt en pengevektet metode, der den prosentvise månedlige avkastningen på Statens petroleumsfond er beregnet ved å fordele de enkelte kontantstrømmer på inngående verdi og utgående verdi, og avkastningen finnes ved å dele porteføljens justerte sluttverdi med den justerte startverdien.

Metoden for å beregne den prosentvise *månedlige* avkastningen beskrives ved følgende formel:

$$y = \left[\left(\frac{V_2 - \frac{\sum_i i \cdot d_i}{T}}{V_1 + \frac{\sum_i (T-i) \cdot d_i}{T}} \right) - 1 \right] \cdot 100$$

der y = avkastning for delperioden
 V_1 = porteføljens verdi ved start (inkl. renter)
 V_2 = porteføljens verdi ved slutt (inkl. renter)
 T = antall dager i perioden
 i = dag-nummer i perioden
 d_i = totalt transaksjonsbeløp på dag nr. i

For lengre perioder, som *kvartalsavkastning* og *hittil i år* avkastning, multipliseres månedenes avkastningsindekser, dvs at denne avkastningen er en tidsvektet avkastning av de enkelte måneders avkastning.

Avkastningen beregnes både i norske kroner og i lokal valuta ved bruk av metoden beskrevet ovenfor. Den totale avkastningen i norske kroner beregnes ved å summere markedsverdien i norske kroner for alle enkeltvalutaer og fordele totale kontantstrømmer i norske kroner, som beskrevet i formel 1. WM-Reuters valutakurser benyttes ved omregning fra lokal valuta til norske kroner. Disse valutakurser fastsettes kl. 16:00 London-tid.

Den totale avkastningen i lokal valuta, målt mot beregnet valutafordeling til faktisk portefølje, er beregnet ved å vekte hver enkeltvalutas avkastning med vedkommende valutas andel av totalporteføljen. Andelene regnes som de enkelte valutaers markedsverdi i prosent av markedsverdien av totalporteføljen ved inngangen av måleperioden, regnet i norske kroner.

Kroneavkastningen beregnes som differansen mellom avkastningen i norske kroner og lokal valuta. Dette er funnet som den mest korrekte måte å splitte avkastningen mellom valutakursavkastning og rente-/aksjeavkastning. Kroneavkastningen kan igjen splittes i to komponenter: En del som viser referanseporteføljens kroneavkastning, og en del som tilsvarende den kroneavkastning fondet har oppnådd ved å avvike fra referanseporteføljens valutafordeling. Ved å legge sammen sistnevnte del av kroneavkastningen med avkastningen i lokal valuta beregnet med valutafordeling til faktisk portefølje, får vi avkastningen i lokal valuta målt i referanseporteføljens valutafordeling.

Avkastningsberegningene utføres i separate modeller som ikke er fullt ut avstemt mot regnskapssystemet. Det foretas imidlertid en rimelighetsvurdering. I avkastningsberegninger benyttes markedsverdier basert på handledato, og ikke "prinsippet om laveste verdi" og valuteringsdato som i regnskapet. Det kan derfor forekomme avvik i beregnet avkastning mellom de to systemene. Avvik kan også skyldes forskjeller i prising av verdipapirer. Norges Bank har som siktemål å automatisere avkastningsberegningene, samt å etablere rutiner som fullt ut forklarer forskjeller i verdiberegninger fra avkastning basert på regnskapsprinsipper.

Referanseporteføljen

Norges Bank benytter referanseporteføljer i forvaltningen av valutareservene og Statens Petroleumsfond. Disse gir uttrykk for en langsiktig investeringsstrategi, og gjenspeiler retningslinjene for rente-, valuta- og kredittrisiki.

Fra 1. januar 1998 gjaldt nye retningslinjer for Statens petroleumsfond, fastsatt av Finansdepartementet 3. oktober 1997 med hjemmel i lov av 22. juni 1990 nr. 36 om Statens petroleumsfond. Finansdepartementet ga anbefalinger om hvordan overgangsfasen fra gamle til nye retningslinjer skulle implementeres i referanseporteføljen. Det var en gradvis overgang fra den gamle til den nye referanseporteføljen over en periode på 5 måneder, med justering av porteføljevektene ved slutten av hver måned. Fra 1. juni 1998 var innføringen til ny referanseportefølje avsluttet.

Referanseporteføljens sammensetning⁵

Referanseporteføljen består av en aksjereferanse, Financial Times / Standard & Poor's Actuaries World Indices (FT/S&P), og en obligasjonsreferanse, Salomon Smith Barney World Government Bond Indexes (WGBI). Ved inngangen av hvert kvartal skal det være 60 prosent i obligasjoner og 40 prosent i aksjer. Innen kvartalet flyter fordelingen mellom de to aktivaklasser avhengig av markedsutviklingen.

Aksjereferansen:

Aksjereferanseporteføljen er fordelt på Europa, Nord-Amerika og Asia. Ved begynnelsen av hvert kvartal skal fordelingen mellom regionene være henholdsvis 50 prosent, 30 prosent og 20 prosent. Aksjeinvesteringene innen hver region fordeles på godkjente land (i §6 i forskrift av 3. oktober 1997) etter markedsverdier målt ved FT/S&P- Actuaries indeksene. Innen kvartalet endres både land- og regionsvektene avhengig av markedsutviklingen.

Noen av hovedprinsippene for sammensetningen av FT/S&P-Actuaries indeksene er følgende (jamfør teknisk dokument "Ground Rules for the Construction and Maintenance of the FT/S&P Actuaries World Indices, January 1997 - Version 1.1.2"):

- Indeksene justeres og kalkuleres daglig.
- Valutakurser: WM/Reuter sluttkurser.
- Priser: Normalt midtkurs ved markdsslutt eller siste noterte omsetningskurs.

⁵ Rebalanseringen ved årsslutt 1998 ble fremskyndet til den 30. november 1998, pga hensynet til mulige komplikasjoner grunnet eurokonvertering.

For Petroleumsfondet gjaldt følgende landvekter ved inngangen til hver måned i første kvartal 1999:

Tabell 3: Landvekter i aksjereferansen (%)

Land	31.12.98	31.01.99	28.02.99
USA	29,50	30,46	30,28
Canada	1,04	1,10	1,07
Sum Nord-Amerika	30,54	31,57	31,34
Østerrike	0,19	0,17	0,19
Belgia	1,47	1,40	1,38
Sveits	4,99	4,84	4,80
Tyskland	6,84	6,70	6,34
Danmark	0,60	0,58	0,55
Spania	2,15	2,08	2,09
Finland	0,87	0,95	0,93
Frankrike	6,01	6,15	5,85
Storbritannia	16,10	15,88	16,70
Irland	0,39	0,39	0,39
Italia	3,70	3,49	3,50
Nederland	4,37	4,05	4,12
Portugal	0,36	0,37	0,35
Sverige	1,79	1,90	1,88
Sum Europa	49,84	48,94	49,06
Australia	1,79	1,86	1,88
Hong Kong	1,66	1,52	1,57
Japan	15,72	15,66	15,68
New Zealand	0,14	0,15	0,15
Singapore	0,31	0,30	0,30
Sum Asia/Oceania	19,62	19,50	19,59

Obligasjonsreferansen:

Obligasjonsreferanseporteføljen er fordelt på Europa, Nord-Amerika og Asia. Ved begynnelsen av hvert kvartal skal fordelingen mellom regionene være henholdsvis 50 prosent, 30 prosent og 20 prosent. Innenfor hver region fordeles landvektene etter IMF's BNP-vekter og IMF's gjennomsnittskurser for det året som BNP-tallene er oppgitt for. Fra 1. desember 1998 benyttes BNP-vekter og gjennomsnittlige valutakurser for 1997. Innen kvartalet flyter land- og regionsvektene avhengig av markedsutviklingen.

For hvert land benyttes Salomon Smith Barneys World Government Bond Indexes (WGBI). Noen av hovedprinsippene for sammensetningen av denne indeksen er følgende (jamfør. teknisk dokument "Salomon Smith Barney Global Index Catalog, February 1998"):

- Indeksen måler avkastningen på følgende 18 statsobligasjons-markeder: Australia, Østerrike, Belgia, Canada, Danmark, Finland, Frankrike, Tyskland, Irland, Italia, Japan, Nederland, Portugal, Spania, Sverige, Sveits, Storbritannia og USA. Portugal ble inkludert i indeksen f.o.m. 30. juni 1998.
- Indeksene består av obligasjoner med minst ett år til forfall.
- Obligasjonene har fast kupong.
- Hver obligasjon har en vekt tilsvarende markedsverdien.
- Forfall av kuponger investeres i det lokale pengemarkedet fram til første månedsskifte.
- Indeksene justeres ved hvert månedsskifte.
- Indeksene kalkuleres daglig.
- Månedlig kalkuleres indeksene til kvalitetssikrede priser.

For Petroleumsfondet gjaldt følgende landvekter ved inngangen til hver måned i første kvartal 1999:

Tabell 3: Landvekter i obligasjonsreferansen (%)

Land	31.12.98	31.01.99	28.02.99
USA	27,40	27,83	28,04
Canada	2,07	2,14	2,17
Sum Nord-Amerika	29,47	29,96	30,21
Østerrike	1,31	1,30	1,28
Belgia	1,51	1,49	1,47
Sveits	1,60	1,57	1,59
Tyskland	12,84	12,71	12,52
Danmark	1,00	0,98	0,98
Spania	3,24	3,19	3,15
Finland	0,71	0,70	0,69
Frankrike	8,55	8,47	8,33
Storbritannia	7,87	7,95	7,84
Irland	0,40	0,40	0,39
Italia	7,05	6,97	6,88
Nederland	2,21	2,19	2,16
Portugal	0,61	0,60	0,59
Sverige	1,39	1,48	1,43
Sum Europa	50,28	50,02	49,31
Australia	1,63	1,69	1,70
Japan	18,62	18,33	18,77
Sum Asia/Oceania	20,25	20,02	20,48