

Forvalting av Statens petroleumsfond fjerde kvartal 1998

Samandrag

I fjerde kvartal hadde Statens petroleumsfond ei avkasting på 7,02 prosent målt i den valutakorga som svarar til samansetjinga av Petroleumsfondet sin referanseportefølje. Målt i norske kroner var avkastinga for perioden 13,89 prosent. Skilnaden mellom dei to avkastingstala kjem av at den norske krona svekte seg med 6,42 prosent i høve til valutakorga til referanseporteføljen. I samband med måling av verdiar og utrekning av avkasting, bør ein ta utgangspunkt i utviklinga av den internasjonale kjøpekrafta til Petroleumsfondet. Det er difor meir relevant å vurdere avkastinga til fondet målt i valutakorga til referanseporteføljen, enn i norske kroner.

Avkastinga på aksjeporteføljen i fjerde kvartal var 17,51 prosent målt i valutakorga til referanseporteføljen. Det var sterk kursoppgang i alle dei viktigaste aksjemarknadene. Obligasjonsporteføljen hadde i fjerde kvartal ei avkasting på 0,38 prosent målt i valutakorga til referanseporteføljen. Avkastinga i marknadene for statsobligasjonar varierte stort mellom landa og gjennom kvartalet. I oktober viste indeksane i dei viktigaste marknadene for statsobligasjonar negativ avkasting for første gong på 14 månader, i november og desember viste dei fleste marknadene ei positiv avkasting att. Ei viktig årsak til dette var at mange sentralbankar reduserte rentene sine i denne perioden.

For heile 1998 hadde Petroleumsfondet ei avkasting på 9,25 prosent målt i valutakorga til referanseporteføljen. Avkastinga på aksjeporteføljen var 12,86 prosent og avkastinga på obligasjonsporteføljen var 9,31 prosent. Målt i norske kroner hadde Petroleumsfondet ei avkasting på 19,75 prosent i 1998.

I fjerde kvartal var avkastinga på Petroleumsfondet 0,03 prosentpoeng lågare enn avkastinga på referanseporteføljen. Aksjeporteføljen hadde ei mindreavkasting på 0,28 prosentpoeng i høve til aksjedelen av referanseporteføljen, medan obligasjonsporteføljen hadde ei meiravkasting på 0,31 prosentpoeng i høve til obligasjonsdelen av referanseporteføljen. Totalt for heile året hadde Petroleumsfondet ei meiravkasting på 0,20 prosentpoeng målt i norske kroner.

Petroleumsfondet fekk overført 11,0 milliardar kroner den 30. november. Ved utgangen av 1998 var marknadsverdien til fondet sin aksje- og obligasjonsportefølje 171,8 milliardar kroner.

1. Mandat for forvaltinga

Noregs Bank forvaltar Petroleumsfondet i samsvar med forskrift fastsett av Finansdepartementet 3. oktober 1997. Forskrifta er å finne i Nasjonalbudsjettet 1998.

I forskrifta vert området som Petroleumsfondet kan investere i, avgrensa til 21 land. I samsvar med forskrifta har Finansdepartementet bestemt ein referanseportefølje for Petroleumsfondet. Referanseporteføljen er sett saman av spesifiserte indeksar for aksjar og obligasjonar i dei 21 landa. Aksjar utgjer 40 prosent av referanseporteføljen. Referanseporteføljen er utgangspunktet for risikostyringa av Petroleumsfondet og grunnlaget for resultatmålinga av den forvaltinga Noregs Bank gjer. Den øvste grensa for kva marknadsrisiko Petroleumsfondet kan ha i høve til referanseporteføljen, er 1,5 prosentpoeng forventa relativ volatilitet. Målingar av grensa for marknadsrisiko er baserte på daglege utrekningar i risikostyringssystemet BARRA.

Relativ volatilitet vert definert i kapittel 6. I kvartalsrapporten for første kvartal 1998 vart referanseporteføljen og grensa for marknadsrisiko grundig omtala. Desse omgrepa er også omtala i Petroleumsfondet sin årsrapport for 1998.

Referanseporteføljen vart gradvis teken i bruk frå 1. januar 1998 etter ein plan for opptrapping som var bestemt av Finansdepartementet. Referanseporteføljen galdt fullstendig frå 1. juni 1998 då §§ 5 og 6 i forskrifta frå Finansdepartementet tok til å gjelde. I samsvar med § 5 skal porteføljen ha 50-70 prosent renteberande instrument og 30-50 prosent eigenkapitalinstrument. § 6 i forskrifta seier at 40-60 prosent av porteføljen skal vere investert i Europa, 20-40 prosent i Amerika og 10-30 prosent i Asia og Oseania.

Frå og med 30. juni i 1998 gjekk ein over frå årlege til kvartalsvise overføringar til Petroleumsfondet. I fjerde kvartal skjedde overføringa 30. november slik at det vart gjort unntak frå prinsippet om overføring i slutten av kvartalet. Årsavslutting av rekneskapen og innføring av euro ville krevje mykje tid og ressursar ved årsskiftet. Etter råd frå Noregs Bank valde difor Finansdepartementet å framskande overføringa med ein månad. Den 30. november vart 11 milliardar kroner overført til Petroleumsfondet. Totalt for 1998 har det vorte overført 32,8 milliardar kroner.

2. Marknadsutviklinga i fjerde kvartal

I tredje kvartal fall aksjekursane mykje, og i dei viktigaste marknadene for statsobligasjonar auka prisane sterkt. Det var framleis mykje uro i dei internasjonale finansmarknadene ved inngangen til fjerde kvartal. For å motverke ei meir alvorleg finansiell krise og økonomisk nedkjøling sette den amerikanske sentralbanken ned signalrenta ("Fed Funds") med 0,25 prosentpoeng den 15. oktober. Noko overraskande skjedde rentenedsetjinga mellom to møte i den amerikanske sentralbanken sin pengepolitiske komite. 17. november sette den amerikanske sentralbanken renta ned endå ein gong (0,25 prosentpoeng). Sentralbankar i andre land, mellom anna Canada, Storbritannia og Japan, kom etter med reduksjonar i sine signalrenter. Den 3. desember senka alle sentralbankane i eurolanda, bortsett frå Italia, styringsrentene til 3 prosent. Den italienske sentralbanken senka styringsrenta til 3,5 prosent.

Sentralbankane sine rentereduksjonar gav ein oppgang i aksjemarknadene. Det internasjonale valutafondet (IMF) gav i oktober tiltakspakkar til framveksande marknader (i hovudsak Latin-Amerika), noko som også hadde ein positiv effekt på aksjemarknadene. Innan utgangen av året hadde den amerikanske marknaden kome opp att på det same høge nivået som om sommaren. Dei europeiske aksjemarknadene tok også igjen mesteparten av den negative utviklinga frå tredje kvartal. Gjennom kvartalet steig aksjemarknadene målte ved Financial Times/Standard and Poor's (FT/S&P) sin verdsindeks med heile 19,2 prosent målt i lokal valuta. Alle dei største marknadene viste oppgang; USA steig 22,3 prosent, Europa steig 19,4 prosent og Japan steig 5,4 prosent.

Salomon Smith Barney sin verdsindeks for statsobligasjonar målt i lokal valuta var tilnærma uendra gjennom kvartalet, noko som reflekterte at aktørane i obligasjonsmarknadene var avventande til den økonomiske utviklinga. I tredje kvartal utvida renteskilnaden mellom innanlandske statsobligasjonar og obligasjonar med kredittrisiko seg mykje. Viktige årsaker til den utvida renteskilnaden var den russiske staten sine betalingsproblem og tvangsløsholdinga av posisjonane til det amerikanske investeringselskapet Long Term Capital Management. Ved inngangen til fjerde kvartal var renteskilnadene rekordhøge. Ved utgangen av året var renteskilnadene framleis mykje høgare enn dei var då uroa i finansmarknadene starta i august 1998.

Tabell 1 viser utviklinga frå september til desember i Consensus Forecast¹ sin prognose for vekst i internasjonal økonomi komande år. Prognosen for vekst i verdsøkonomien gjekk ned frå 2,0 til 1,5 prosent. Samstundes fall estimatet for prisauke for OECD-landa i 1999 frå 1,9 til 1,5 prosent.

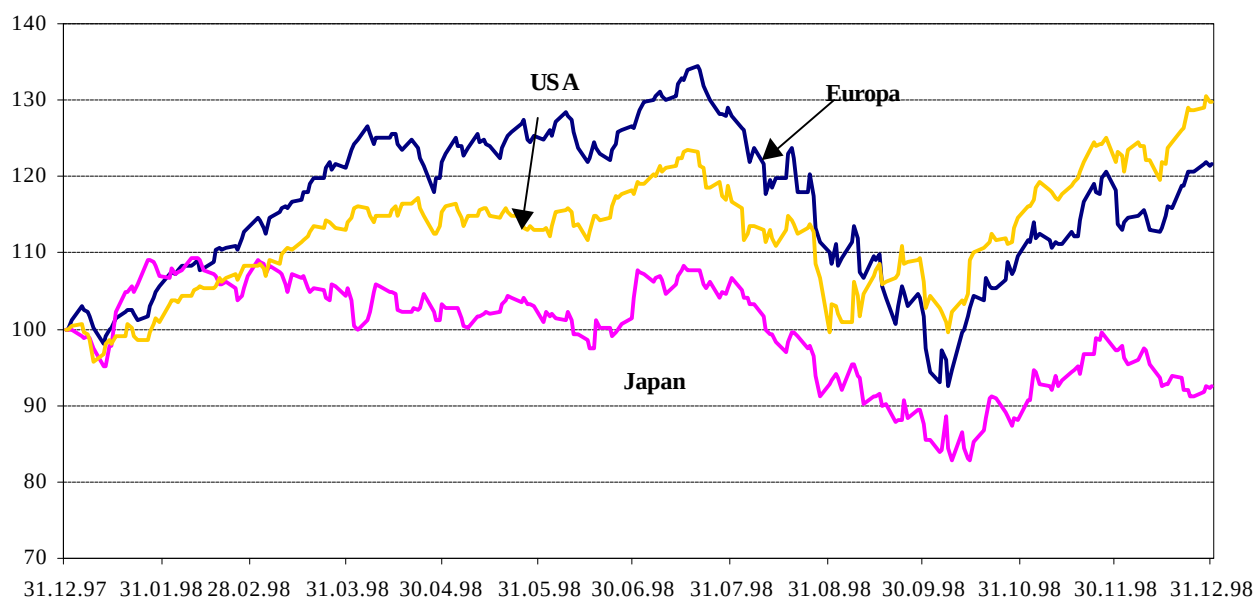
¹ Consensus Forecast er eit selskap som publiserer gjennomsnittlege verdiar av estimat frå leiande prognosemakarar i USA.

Tabell 1: Consensus Forecast sine prognosar for økonomisk vekst i 1999

i %	September 1998	Desember 1998
Verda	2,0	1,5
USA	2,1	2,3
Vest-Europa	2,4	2,0
Japan	0,3	- 0,6

Figur 1 viser utviklinga gjennom 1998 i FT/S&P sine aksjeindeksar for Europa, USA og Japan. Trass i store kursfall i tredje kvartal steig indeksen for USA med nærare 30 prosent medan indeksen for Europa steig med 21,5 prosent. Aksjeindeksen for Japan fall med nærare 8 prosent.

Figur 1: Utvikling i Financial Times/Standard & Poor's sine indeksar for aksjekursane i nokre utvalde land/regionar (nivå 31.12.97=100)

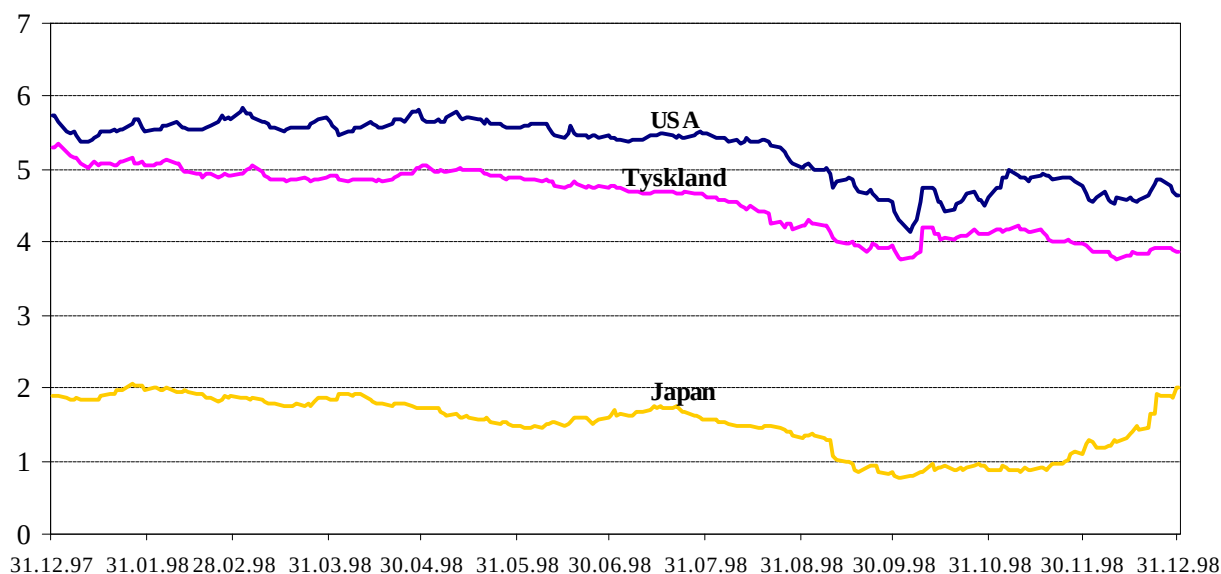


Kjelde: Datastream

FT/S&P sin aksjeindeks målt i lokal valuta for USA auka med 22,3 prosent i fjerde kvartal, medan tilsvarende indeks for Europa auka med 19,4 prosent. Av dei 14 europeiske landa som Petroleumsfondet er investert i, var auken størst i Finland med 40,4 prosent. I Asia var det varierende storleik på kursauken, til dømes auka indeksen for Hong Kong med 29,6 prosent medan indeksen for Japan auka med 5,4 prosent.

Figur 2 viser utviklinga i renta på statsobligasjonar med 10 år til forfall i USA, Japan og Tyskland. I fjerde kvartal steig renta frå 4,4 til 4,6 prosent i USA og frå 0,8 til 2,0 prosent i Japan. I Tyskland låg renta nærare uendra rundt 3,9 prosent.

Figur 2: Utviklinga i tiårsrenta på statsobligasjonar i USA, Tyskland og Japan



Kjelde: Datastream

Salomon Smith Barney sin indeks for amerikanske statsobligasjonar viste i fjerde kvartal ei negativ avkastning på 0,1 prosent. Same indeks for europeiske statsobligasjonar gav ei avkastning i fjerde kvartal på 2,6 prosent målt i lokal valuta. Det var store skilnader mellom dei enkelte europeiske landa. Mellom anna hadde den britiske indeksen ei avkastning på 4,5 prosent og den tyske indeksen hadde ei avkastning på 1,7 prosent. Tilsvarende indeks for Japan fall med 5,9 prosent.

I dei fleste marknadene for statsobligasjonar vart skilnaden i avkastning mellom statsobligasjonar og obligasjonar med lågare kredittvurdering noko redusert i fjerde kvartal, men skilnaden var framleis stor ved utgangen av året. Skilnaden i avkastning mellom eit statspapir og ein representativ obligasjon med kredittvurdering BBB1² med om lag 5 år igjen av løpetida auka frå 1,13 til 1,43 prosentpoeng for amerikanske obligasjonar, men fall frå 1,73 til 1,63 prosentpoeng for britiske obligasjonar.

² BBB er lågaste kredittvurdering som er gjeve til eit lån som er rekna som "investment grade", dvs eit lån der ein ventar at utferdar etter alt å døme er i stand til å løyse inn att lånet. BBB1 er ei noko høgre kredittvurdering enn BBB.

3. Forvalting av Petroleumsfondet i fjerde kvartal 1998

3.1. Målsetting for forvaltinga

I retningslinene frå Finansdepartementet heiter det at den faktiske porteføljen kan avvike frå referanseporteføljen med maksimalt 1,50 prosentpoeng forventa relativ volatilitet³. Ramma for relativ volatilitet gjev høve til avvik mellom den faktiske porteføljen og referanseporteføljen. Ei kostnadseffektiv forvalting av Petroleumsfondet gjer at det ikkje er føremålstenleg å byggje opp ein portefølje som er heilt lik referanseporteføljen. Ein kan også sjå på ramma for relativ volatilitet som ein kvote for kva risiko ein kan ta for å få meiravkastning i høve til referanseporteføljen.

Noregs Bank har i fjerde kvartal i liten grad nytta ramma for å ta risiko då ein framleis er i ein fase der forvaltinga vert bygd opp. Noregs Bank har prioritert å byggje kompetanse og system som sikrar styring av risiko, noko som må vere på plass før ein tek i bruk aktiv forvalting. Eit viktig arbeid i 1998 har vore å velje eksterne forvaltarar som skal forvalte delar av aksjeporteføljen aktivt. Slik forvalting vart sett i verk heilt på slutten av 1998, men får først full effekt frå 1999.

3.2 Operativ gjennomføring

Obligasjonsporteføljen vert i hovudsak forvalta av Noregs Bank Kapitalforvalting. Mindre enn ein prosent av porteføljen, svarande til om lag 790 millionar norske kroner, er forvalta eksternt av ABN AMRO Asset Management. I september lyste ein ut aktive mandat for renteforvalting der svarfristen var 7. oktober. Arbeidet med å velje ut forvaltarar vil skje i første halvdel av 1999, og forvaltarane vil få midlar å forvalte i andre halvdel av året.

Obligasjonsporteføljen er plassert i statsgjeld utferda av dei landa som Finansdepartementet har godkjent for slike plasseringar og i obligasjonar som er utferda av selskap med implisitt eller eksplisitt statsgaranti eller av internasjonale organisasjonar. Finansdepartementet har òg godkjent investeringar i privatåtte selskap med høg kredittvurdering. Noregs Bank har fram til no ikkje nytta høvet til å investere i slike obligasjonar då ein ynskjer å først utarbeide tilstrekkelege retningslinjer og å innføre system for oppfølging av denne type risiko.

I fjerde kvartal har Noregs Bank Kapitalforvalting valt ut forvaltarar til aktive aksjemandat. Capital International Ltd, Gartmore Investment Ltd, Mercury Asset Management Ltd og Storebrand har fått europeiske mandat og Fidelity har fått eit mandat i Stillehavsområdet. Capital International, Mercury Asset Management og Gartmore Investment har fått midlar å forvalte i fjerde kvartal.

Den 30. november vart 11,0 milliardar kroner i form av kontantar og verdipapir overførte frå valutareservane til Petroleumsfondet.

³ Jamfør nærare forklaring under punkt 6.1.

I samband med overføringa av midlar til Petroleumsfondet ved månadsskiftet september/oktober, vart ein aktiv posisjon teken ved å undervekte aksjar generelt. I tillegg førte ein vidare posisjonen frå tredje kvartal med å undervekte japanske statsobligasjonar kombinert med å overvekte amerikanske statsobligasjonar. Gjennom fjerde kvartal følgde ein nøye opp posisjonane og endra desse basert på marknadsutviklinga og økonomiske nyhende. Aksjemarknadene utvikla seg positivt gjennom kvartalet, noko som førte til at ein reduserte undervektinga i aksjar.

Også i fjerde kvartal har ein investert i obligasjonar med kredittrisiko i høve til statsobligasjonar utferda i eigen valuta. Referanseporteføljen er sett saman av statsobligasjonar utferda i eigen valuta slik at investeringar i obligasjonar med kredittrisiko må reknast som ein aktiv posisjon.

I samband med innføringa av euro valte ein å overvekte tyske obligasjonar med ei tilsvarande undervekting i franske obligasjonar. Denne posisjonen verka marginalt inn på avkastinga og volatiliteten til Petroleumsfondet.

Noregs Bank følgjer opp dei eksternt forvalta porteføljane dagleg basert på informasjon som elektronisk vert overført frå den globale depotbanken for eksterne forvaltarar, Chase Manhattan Bank. Dei internt forvalta porteføljane vert følgde opp tilsvarande ved hjelp av informasjon frå Noregs Bank sitt eige oppgjers- og rekneskapssystem. Informasjon om både interne og eksterne porteføljor vert overført til risikostyringssystemet BARRA der ein reknar ut den totale risikoeksponeringa og avvik frå referanseporteføljen.

I samband med innføringa av euro ved årsskiftet, vart ei omfattande teknisk konvertering gjennomført. Dei fleste obligasjonane som var denominerte i dei valutaene som skulle verte ein del av eurosona, måtte konverterast og redenominerast.

4. Avkasting i fjerde kvartal

Tabell 2 viser at i fjerde kvartal hadde Petroleumsfondet ei periodeavkasting på 7,02 prosent målt i referanseporteføljen si valutakorg. Dette er 0,03 prosentpoeng mindre enn avkastinga på referanseporteføljen. Avkastinga i norske kroner var 13,89 prosent.

I fjerde kvartal minka verdien av den norske krona med 6,42 prosent målt mot valutakorga til referanseporteføljen. Ei svakare norsk krone aukar avkastinga målt i norske kroner, men verkar ikkje inn på den internasjonale kjøpekrafta til Petroleumsfondet.

Tabell 2: Periodeavkasting* (i prosent) for fjerde kvartal og totalt for 1998

	Faktisk portefølje	Referanse- portefølje	Faktisk portefølje	Referanse- portefølje	Differanse %-poeng
	<i>Referanseporteføljen si valutakorg</i>	<i>Referanseporteføljen si valutakorg</i>	<i>NOK</i>	<i>NOK</i>	<i>NOK</i>
3 første kvartal	2.09	1.90	5.14	4.94	0.20
Oktober	2.65	2.61	5.53	5.50	0.03
November	3.37	3.49	2.62	2.74	- 0.12
Desember	0.85	0.80	5.16	5.11	0.05
4. kvartal	7.02	7.05	13.89	13.92	- 0.03
Totalt for 1998	9.25	9.08	19.75	19.55	0.20

*Metodegrunnlaget for utrekning av avkasting vert presentert i vedlegg 2.

Petroleumsfondet hadde i fjerde kvartal ei mindreavkasting på 0,03 prosentpoeng eller tre basispunkt i høve til referanseporteføljen målt i valutakorga til referanseporteføljen.

Meiravkastinga totalt for heile 1998 var 20 basispunkt målt i norske kroner. Mellom anna gjer inntekter frå utlån av verdipapir og skatt på utbyte at avkastinga på Petroleumsfondet ikkje kan samanliknast direkte med avkastinga på referanseporteføljen. Inntekter frå utlån av verdipapir utgjer om lag 3 basispunkt av meiravkastinga på den faktiske porteføljen, jf pkt 5.2. Skatt på utbyte verkar omvendt, sidan heile utbyttet er med i avkastingstala for referanseporteføljen medan utbyte på den faktiske porteføljen vert skattlagt i nokre land. På årleg basis utgjer denne effekten om lag 3-4 basispunkt på totalporteføljen.

Tabell 3 viser avkastinga i fjerde kvartal målt i ulike referansevalutaer (norske kroner, valutakorg definert av referanseporteføljen og importvekta valutakorg) for både aksje- og obligasjonsporteføljen. I den importvekta valutakorga vert landa vekta saman basert på korleis Noreg sin import er sett saman i dag og speglar på den måten kva internasjonal kjøpekraft Petroleumsfondet har i dag. Vektene i valutakorga som er definert av referanseporteføljen speglar i større grad dei ulike landa sine roller i verdsøkonomien, og på den måten også det tilbodet av importvarer Noreg har. Ein slik referanse kan vere meir relevant når ein skal vurdere utviklinga i kjøpekrafta på lang sikt, jf brev frå Noregs Bank til Finansdepartementet 10. april 1997 (vedlegg til Revidert nasjonalbudsjett 1997).

Tabell 3: Petroleumsfondet si avkasting* (i prosent) i fjerde kvartal 1998 målt i ulike referansevalutaer

	Petroleumsfondet			Referanseporteføljen		
	<i>Totalt</i>	<i>Aksjar</i>	<i>oblig.</i>	<i>Totalt</i>	<i>Aksjar</i>	<i>oblig.</i>
Norske kroner	13.89	24.59	7.08	13.92	24.87	6.77
Referanseporteføljen si valutakorg	7.02	17.51	0.38	7.05	17.77	0.08
Importvekta valutakorg	10.81	21.22	4.19	10.84	21.49	3.88

**Metodegrunnlaget for utrekning av avkasting vert presentert i vedlegg 2.*

Tabell 3 viser at Petroleumsfondet i fjerde kvartal hadde ei høg avkasting. Dette skuldast i særleg grad ei høg avkasting på aksjeporteføljen (17,5 prosent målt i valutakorga til referanseporteføljen). Som nemnt i kapittel 2, skuldast dette i stor grad at aksjemarknadene tok igjen store delar av den negative avkastinga frå tredje kvartal. Alle aksjemarknadene som Petroleumsfondet er investert i, hadde ei positiv avkasting i fjerde kvartal, men det var til dels store variasjonar innan kvartalet for dei fleste landa. Målt ved FT/S&P sine verdsindeksar steig 9 av 14 europeiske børsar med meir enn 20 prosent målt i lokal valuta. Porteføljen av obligasjonar hadde ei avkasting på 0,38 prosent målt i valutakorga til referanseporteføljen. Dette er lågare enn for dei tidlegare kvartala i 1998. Avkastinga var særleg låg i marknadene for statsobligasjonar i USA (negative 0,14 prosent) og i Japan (negative 5,94 prosent).

Avkastinga på Petroleumsfondet var i fjerde kvartal tre basispunkt lågare enn avkastinga på referanseporteføljen målt i valutakorga til referanseporteføljen. Avkastinga på aksjar var 26 basispunkt lågare enn aksjedelen av referanseporteføljen, medan avkastinga på obligasjonar var 29 basispunkt høgre enn obligasjonsdelen av referanseporteføljen⁴.

Dei aktive posisjonane i kvartalet kan forklare ein del av avvika frå referanseporteføljen:

- Undervektinga av aksjar i første del av kvartalet gav ei mindreavkasting på om lag 6 basispunkt av totalporteføljen
- Undervektinga av japanske statsobligasjonar der ein samstundes overvekta amerikanske statsobligasjonar gav ei meiravkasting på om lag 15 basispunkt av totalporteføljen
- Skilnaden mellom renta på statsobligasjonar utferda i eigen valuta og renta på statsobligasjonar med kredittrisiko vart redusert i fjerde kvartal. Dette gav ei viss meiravkasting på den delen av investeringane i obligasjonar som var plassert i anna enn innanlandske statsobligasjonar. Dette var stort sett amerikanske og britiske obligasjonar. Meiravkastinga er utrekna til 2 basispunkt av totalporteføljen.

⁴ Dersom ein vektar saman avkastinga på aksje- og obligasjonsporteføljen får ein ikkje ei avkasting som er lik avkastinga på totalporteføljen (3 basispunkt). Dette skuldast at det har vorte overført midlar mellom aksje- og obligasjonsporteføljen i perioden. Tidspunktet for når i perioden overføringane fann stad har hatt innverknad på avkastingsstala for aksje- og obligasjonsporteføljen når ein vurderer dei kvar for seg, men denne såkalla timingeffekten treng ikkje å ha innverknad på totalnivå.

I avkastinga på referanseporteføljen er utbytte på aksjar jamt fordelt ut over året og ein tek såleis ikkje omsyn til at utbytte normalt er lågare i dei siste månadene i året enn i dei tidlegare månadene av året. Utbytte på aksjane i Petroleumsfondet vert inkludert i avkastinga på det tidspunktet utbyttet faktisk vert utbetalt. Denne skilnaden i korleis ein handsamar utbytte, er årsaka til om lag 5 basispunkt i mindreamkasting på aksjeporteføljen.

Som nemnt vert utbytte i nokre land skattlagt i den faktiske porteføljen, medan heile utbyttet er del av avkastinga på referanseporteføljen. Denne effekten vil vere lågare i fjerde kvartal då det normalt vert betalt ut lite i utbytte i denne perioden.

Noko av mindreamkastinga kan også forklarast ut frå den effekten tidspunktet for kontantstraumane i perioden har hatt på avkastingsmålinga (såkalla timingeffekt⁵). Denne effekten avheng av når midlar vert overførte til fondet og mellom porteføljane, og kan i liten grad styrast. Gjennom fjerde kvartal har avkastinga i aksjemarknadene variert stort slik at enkelte kontantstraumar har gjeve ein positiv timingeffekt medan andre har gjeve ein negativ timingeffekt.

Tabell 4 viser marknadsverdien på aksje- og obligasjonsporteføljane ved utgangen av første, andre og tredje kvartal i tillegg til verdier ved utgangen av kvar månad i fjerde kvartal. Petroleumsfondet sin marknadsverdi har auka med 58,4 milliardar kroner i løpet av 1998. Av desse er 32,8 milliardar kroner nye overførte midlar. 13,4 milliardar kroner av auken i marknadsverdi kjem av at krona har svekt seg med 9,6 prosent mot valutakorga i 1998 og er difor ikkje eit uttrykk for auka internasjonal kjøpekraft av Petroleumsfondet.

Tabell 4: Marknadsverdien* av Petroleumsfondet sin aksje- og obligasjonsportefølje (millionar kroner)

	31.12.97	31.03.98	30.06.98	30.09.98	31.10.98	30.11.98	31.12.98
Aksjar	0	32.101	55.147	52.198	60.407	64.762	69.532
Obligasjonar	113.401	88.421	80.622	**88.520	88.097	98.642	102.300
Totalt	***113.401	120.522	135.769	140.718	148.504	163.404	171.832

* Marknadsverdien er basert på handledato og ikkje valuteringsdato som i rekneskapen. Dette gjer at verdiane ikkje er identiske med dei som vert presenterte i rekneskapen.

**Beløpet er 268 millionar kroner høgare enn i rapporten for 3. kvartal. Dette skuldast at noko av beløpet som vart overført i månadsskiftet september/oktober, ikkje vart overført frå dei internasjonale reservane til Petroleumsfondet før 1.10. Desse midlane bør vere inkluderte i marknadsverdien per 30.09.

*** Dette talet er justert i høve til tilsvarande tal i 3. kvartalsrapport.

⁵ Avkastinga er rekna ut basert på ein pengevekta metode der tidspunkta for når kontantstraumar går til og frå porteføljane har innverknad på avkastinga, særskilt dersom kontantstraumane er store. Metodegrunnlag for utrekning av avkasting vert presentert i vedlegg 2.

5. Kostnader og inntekter i forvaltinga

5.1 Kostnader

Forvaltingsavtalen mellom Finansdepartementet og Noregs Bank set fast prinsipp og satsar for godtgjersle til Noregs Bank. Utgangspunktet er at Noregs Bank skal ha full dekking for kostnadene banken har ved å forvalte Petroleumsfondet. For den delen av fondet som kan plasserast i eigenkapitalinstrument, er godtgjersla for 1998 rekna som 10,5 basispunkt (0,105 prosent) av gjennomsnittleg marknadsverdi og for den delen av fondet som kan plasserast i renteberande instrument er godtgjersla rekna som 6,5 basispunkt av gjennomsnittleg marknadsverdi. Gjennomsnittlege verdier er baserte på marknadsverdiar av aksje- og obligasjonsporteføljen ved starten av kvartala. Finansdepartementet skal i tillegg dekkje dokumenterte transaksjonskostnader i samband med etablering av nye porteføljar.

Tabell 5 gjev ei oversikt over kostnadene ein har hatt i fjerde kvartal og samla for heile 1998 i samband med den ordinære forvaltinga av Petroleumsfondet.

Tabell 5: Kostnader relaterte til forvaltinga av Petroleumsfondet (tusen kroner)

	4. kvartal 1998	Heile 1998
Honorar til indeksforvaltarar aksjar	4.291	9.283
Honorar til aktive forvaltarar aksjar *	1.804	1.804
Honorar til aksjededot	2.588	6.736
Interne kostnader i Noregs Bank	4.806	9.343
SUM aksjeforvalting	13.489	27.166
Honorar til eksterne renteforvaltarar*	351	874
Honorar til rentededot	1.326	4.272
Interne kostnader i Noregs Bank	10.447	29.012
SUM renteforvalting	12.124	34.158
SUM KOSTNADER I SAMBAND MED FORVALTINGA	25.613	61.324

*Den delen av honoraret som avheng av avkastinga er ikkje inkludert i overslaget.

Kostnadene til aksjededot femnar om oppbevaring, transaksjonskostnader og rapportering hjå det globale depotet. Depotkostnadene for renteporteføljane gjeld både dei interne og dei eksterne porteføljane, men berre kostnader der ei eksplisitt avgift vert betalt, er inkluderte⁶.

Kostnadene i samband med aksjeforvalting utgjorde i fjerde kvartal, omrekna til årsrate, 9,0 basispunkt av gjennomsnittleg faktisk aksjepordefølje. Kostnadene i samband med

⁶ Nokre depot krev at ein har eit minsteinnskot til låg rente. Dette gjev ein implisitt kostnad som ikkje er rekna med i tabell 5.

renteforvaltning utgjorde tilsvarende 5,3 basispunkt. Kostnadene i fjerde kvartal har vore vesentleg høgare enn tidlegare i 1998, noko som i hovudsak skuldast opptrappinga av den aktive forvaltninga. I tillegg er kostnadene i fjerde kvartal påverka av at ein del interne kostnader som gjeld for heile året ikkje er periodiserte, men rekneskapsførte først i fjerde kvartal.

I tillegg til kostnadene i tabell 5 kjem meklarkostnader, omsetnadsavgift og skatt⁷. Dette er kostnader som er ein del av kostprisen til aksjane og er difor direkte tekne omsyn til i utrekninga av avkastninga. I fjerde kvartal var desse kostnadene 13,8 millionar kroner, og for heile året var dei 75,5 millionar kroner. 55,6 millionar er kostnader ein hadde i dei to første kvartala i samband med etablering av nye porteføljor. I tillegg hadde ein i samband med etablering av nye porteføljor kostnader på 5,5 millionar kroner transaksjonskostnader og forvaltarhonorar som vart dekte direkte av Finansdepartementet.

Dei samla kostnadene for 1998, der også alle etableringskostnader for nye porteføljor er inkluderte, er 142,3 millionar kroner. Dette utgjer om lag 11,2 basispunkt av gjennomsnittleg verdi av Petroleumsfondet utrekna på grunnlag av verdien ved inngangen til kvart kvartal. Om ein ser vekk frå kostnadene som alt er tekne omsyn til i utrekninga av avkastninga, utgjorde kostnadene 5,2 basispunkt av gjennomsnittleg verdi av Petroleumsfondet. Kostnader i samband med aksjeporteføljen utgjorde 8,3 basispunkt av gjennomsnittleg verdi på aksjeporteføljen og kostnader i samband med obligasjonsporteføljen utgjorde 3,9 basispunkt av gjennomsnittleg verdi på obligasjonsporteføljen.

5.2 Inntekter

Noregs Bank har sidan februar lånt ut aksjar gjennom Chase Manhattan Bank til godkjende låntakarar. Slike utlån vert gjorde mot tilstrekkeleg trygd i form av kontantar, statspapir eller bankgarantiar.

Ved utgangen av desember var aksjar til ein verdi av om lag 5,5 milliardar norske kroner på utlån. Dette svarar til snaue 8 prosent av marknadsverdien av aksjeporteføljen per 31. desember.

Netto fortjeneste frå utlån av aksjar var i fjerde kvartal 9,2 millionar norske kroner. Dei samla inntektene for heile 1998 var på om lag 30,6 millionar kroner, svarande til 7,7 basispunkt av gjennomsnittleg marknadsverdi på aksjeporteføljen ved inngangen til kvart kvartal.

Noregs Bank låner også ut obligasjonar på tilsvarende måte gjennom nokre av dei depotinstitusjonane banken nyttar for obligasjonar. I desember var i gjennomsnitt obligasjonar til ein verdi av om lag 124 millionar norske kroner på utlån. Dette svarar til snaue ein prosent av marknadsverdien på obligasjonsporteføljen per 31. desember.

⁷Dette kan seiast å vere kostnader i samband med transaksjonar der ein "held porteføljen vedlike".

I fjerde kvartal var dei samla inntektene for utlån av obligasjonar 4,6 millionar kroner. Totalt for heile 1998 var inntektene frå denne aktiviteten 14,5 millionar kroner, svarande til 1,6 basispunkt av gjennomsnittleg marknadsverdi på obligasjonsporteføljen ved inngangen til kvart kvartal.

I tillegg til inntekter frå utlån av aksjar og obligasjonar kjem inntekter frå byteavtalar som vert utførte som ein del av den ordinære porteføljeforvaltinga internt i Noregs Bank. I fjerde kvartal var inntektene frå denne aktiviteten om lag 3,1 millionar kroner.

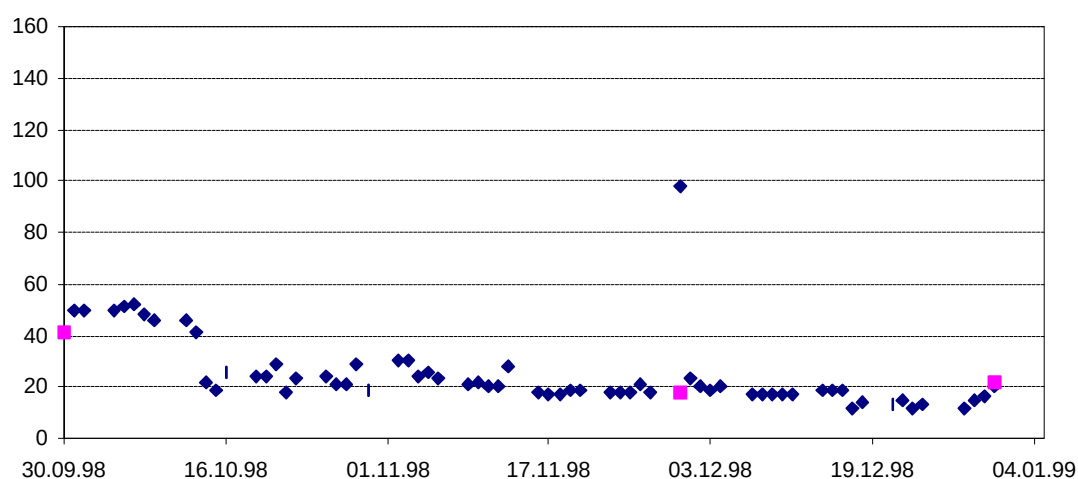
Utlånsinntektene er ein del av avkastingsstala for fjerde kvartal og kan forklare 3 basispunkt av avkastinga målt i høve til gjennomsnittleg marknadsverdi på totalporteføljen.

6. Risikoeksponering

6.1 Utvikling i relativ volatilitet

Finansdepartementet nyttar risikomålet *forventa relativ volatilitet* for å styre marknadsrisikoen til Petroleumsfondet. Relativ volatilitet er definert som forventa verdi av standardavviket til differansen mellom avkastinga på dei faktiske investeringane og avkastinga på referanseporteføljen. Når avvika frå referanseporteføljen er avgrensa ved å setje ei øvre grense for relativ volatilitet, kan ein litt forenkla seie at den faktiske avkastinga vil variere innan eit band rundt avkastinga på referanseporteføljen. Dess lågare ein set grensa for relativ volatilitet, dess meir snevert vil bandet verte.

Figur 3: Relativ volatilitet på dagleg basis i fjerde kvartal (målt i basispunkt)



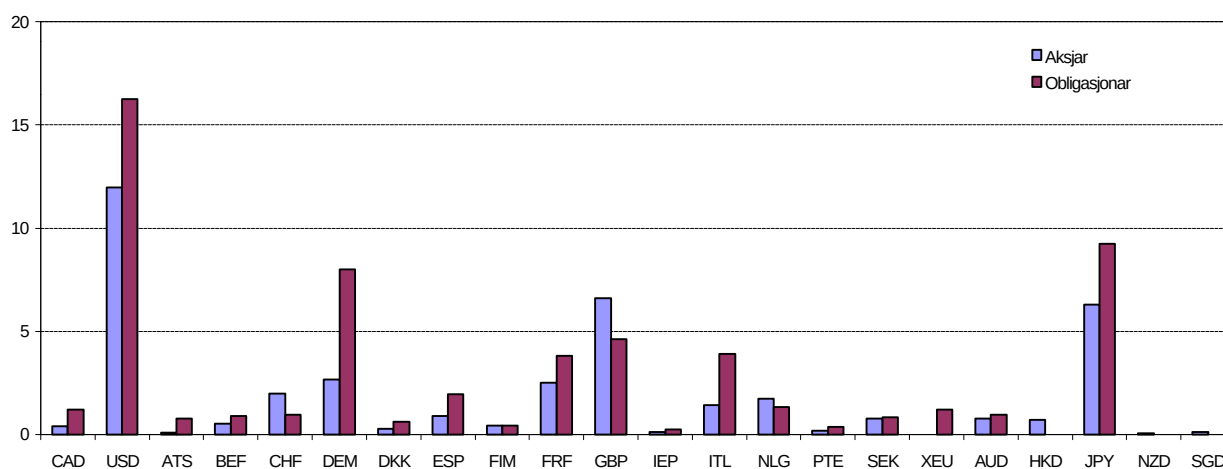
Figur 3 viser utviklinga i relativ volatilitet frå utgangen av september til utgangen av desember. Noregs Bank har i liten grad utnytta ramma for relativ volatilitet i fjerde kvartal.

I byrjinga av oktober låg den relative volatiliteten mellom 40 og 50 basispunkt, noko som i stor grad reflekterer dei aktive posisjonane med ei undervektning av aksjar generelt i tillegg til ei undervektning av japanske statsobligasjonar kombinert med ei overvektning i amerikanske statsobligasjonar.

Dei lyse symbola viser relativ volatilitet ved utgangen av tredje og fjerde kvartal i tillegg til etter rebalanseringa 1. desember, målt mot referanseporteføljen den komande månaden. Etter tilføring av nye midlar 30. november var den relative volatiliteten 98 basispunkt målt mot referanseporteføljen for november. Målt mot referanseporteføljen for desember var den relative volatiliteten 18 basispunkt. Etter tilføring av midlar og tilpassing av desse til ny referanseportefølje er det mest korrekt å måle relativ volatilitet mot den nye referanseporteføljen. Ved utgangen av kvartalet var den relative volatiliteten 22 basispunkt målt mot referanseporteføljen for januar 1999.

Figur 4 viser korleis Petroleumsfondet 31.12.1998 var eksponert overfor dei ulike marknadene og aktivaklassane: 50,1 prosent i Europa, 29,9 prosent i Nord-Amerika og 18,1 prosent i Asia og Oseania⁸.

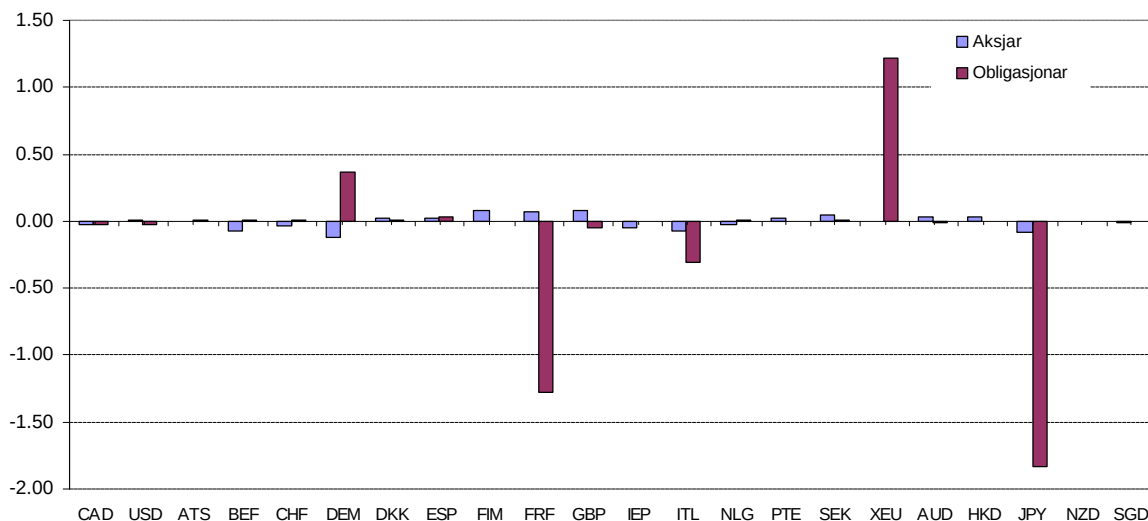
Figur 4: Marknads- og aktivafordeling 31. desember 1998 (del av porteføljen i prosent)



Figur 5 viser avviket i prosentpoeng mellom januar1999-referanseporteføljen si fordeling på land- og aktivaklasse (marknadseksponering) og den faktiske porteføljen si fordeling per 31. desember.⁹

⁸ Målt ved marknadseksponering som ikkje treng å summere seg til 100% av marknadsverdien til porteføljen på grunn av bruk av futures/valutaterminkontraktar. Valutaeksponeringa, som summerer seg til 100% av marknadsverdien til porteføljen, var per 31.12.98 50,1 prosent i Europa, 29,9 prosent i Nord-Amerika og 20,1 prosent i Asia og Oseania.

Figur 5: Avvik (i prosentpoeng) mellom den faktiske porteføljen 31. desember 1998 og referanseporteføljen



Det store avviket for obligasjonar i den europeiske rekne- og valutaeninga (ECU) skuldast at denne valutaen forsvann frå referanseporteføljen då denne vart rebalansert 1. desember, medan ein framleis hadde obligasjonar utferda i denne valutaen fram til 31. desember. Før rebalanseringa utgjorde ECU 2 prosent av referanseporteføljen. Då ECU gjekk ut av referanseporteføljen, fekk ein ei undervektning av dei europeiske valutaslaga, hovudsakleg Tyskland, Frankrike og Italia som er dei største underporteføljane. Tyskland er likevel overvekta i figuren, noko som skuldast ein arbitrasjeposisjon mellom tyske og franske papir i samband med innføringa av euro. Figuren viser tydeleg den aktive posisjonen med generell undervektning i Japan.

⁹ Målt ved marknadseksposering som kan avvike frå valutaeksposering på grunn av bruk av futures/valutaterminkontraktar.

7. Etterleving av forskriftene

I forskrifta for forvaltinga av Petroleumsfondet har Finansdepartementet sett grenser for kva risikoeksponering Petroleumsfondet kan ha. Tabell 7 viser kva rammer som gjeld og kva eksponering Petroleumsfondet har hatt på ulike datoar. Investeringar i derivatinstrument¹⁰ er inkluderte i tala.

Tabell 7: Risikoeksponering*

Paragraf	Risiko	Grenser	Faktisk 31.12.97	Faktisk 30.06.98	Faktisk 30.09.98	Faktisk 31.10.98	Faktisk 30.11.98	Faktisk 31.12.98
§ 4	Relativ volatilitet **	Maksimalt 1,5%	0,12%	0,35%	0,50%	0,19%	0,98%	0,20%
§ 5*	Aktivafordeling	Renteberande 50-70% Eigenkapital 30-50%	100,0 % 0,0%	59,4% 40,6%	62,8% 37,2%	59,3% 40,7%	60,4% 39,6%	59,5% 40,5%
§ 6*	Valutafordeling	Europa 40-60% Amerika 20-40% Asia/Oceania 10-30%	57,7% 27,2% 15,1%	50,4% 30,3% 19,3%	50,1% 29,8% 20,1%	48,8% 29,1% 22,2%	50,5% 30,0% 19,6%	50,1% 29,9% 20,1%
§ 7	Renterisiko	Modifisert durasjon 3-7	3,43	5,13	5,29	5,35	5,47	5,14
§ 8	Kreditrisiko	Maks 20% i bankinnskot ***	4,6%	4,7%	5,0%	5,6%	5,3%	3,4%
§ 10	Høgaste aksjeeige Høgaste beløp i eit enkelt selskap (mill.kr.)	Maks 1 % av et selskap Ingen avgrensingar	0,0% 0	0,09% 581,3	0,11% 485,6	0,10% 516,0	0,43% 720,5	0,43% 831,2

*Den nye forskrifta for forvalting av Statens petroleumsfond vart gjort gjeldande frå 1. januar 1998, med unntak av §§ 5 og 6 som vart gjorde gjeldande først 1. juni.

**Relativ volatilitet pr 31. desember 1997 er utrekna i høve til referanseporteføljen for januar 1998. For dei andre tidspunkta er relativ volatilitet utrekna i høve til referanseporteføljen for inneverande månad.

***Finansdepartementet sette fast i brev av 23. mars 1998 at opp til 20 prosent av marknadsværdien til Petroleumsfondet kan verte plassert i bankinnskot med løpetid på opptil 3 månader. Storleiken på bankinnskot i tabellen er rekna ut på grunnlag av summen av tidsinnskot og andre bankinnskot, i tillegg til innestående på marginkonti i samband med futureshandlar.

I samsvar med retningslinene frå Finansdepartementet som vart sette fast 23. mars 1998, kan fondet ikkje vere investert i obligasjonar med lågare godkjenningssgrad for kreditt enn "Investment grade" hjå kredittvurderingsbyråa Moody's (Baa) og Standard & Poor's (BBB). Obligasjonar som ikkje er statsgaranterte kan maksimalt utgjere 10 prosent av marknadsværdien til den renteberande porteføljen. Noregs Bank har sett i verk eit arbeid

¹⁰ Etter forskrifta for forvaltinga av Statens petroleumsfond kan fondet plasserast i derivat så lenge den økonomiske eksponeringa frå dette ikkje er større enn den eksponeringa ein ville ha fått ved å investere direkte i dei underliggjande instrumenta. Med andre ord skal ikkje derivat nyttast til å auke marknadrisikoen i porteføljen. Fram til no har ein berre nytta futurekontraktar og valutaterminkontraktar.

med å etablere utfyllande interne retningslinjer innan desse rammene. Fram til desse kjem, vil forvaltinga skje i tråd med §4.1 i den gamle forskrifta.

Etter § 4.1 i den gamle forskrifta skal obligasjonar, sertifikat og tilsvarande instrument vere utferda av nasjonalstatar, føretak med statsgaranti eller internasjonale organisasjonar med høg kredittvurdering. Fondet kan også investere i verdipapir der styringsmaktene tykkjest å stå bak låneprogrammet, men utan at formelle garantiar er gjevne.

Tabell 8 viser samansetjinga av obligasjonsporteføljen sett i høve til kredittvurdering frå Moody's og Standard & Poor's. Beste klasse for kredittvurdering er vist øvst i tabellen. Dess lenger ned i tabellen ein går, dess dårlegare er klassen for kredittvurdering.

Tabell 8: Obligasjonsporteføljen per 31. desember 1998 fordelt etter kredittvurdering (marknadsverdi i millionar kroner)

Moody's			Standard & Poor's		
Karakter	Marknadsverdi	Del av total	Karakter	Marknadsverdi	Del av total
+++ *	82.992	81,1 %	+++	82.992	81,1 %
Aaa	12.874	12,6 %	AAA	9.862	9,6 %
Aa1	3.032	3,0 %	AA+	2.753	2,7 %
Aa2	1.998	2,0 %	AA	2.424	2,4 %
Aa3	484	0,5 %	AA-	393	0,4 %
Lavere	0	0,0 %	Lavere	0	0,0 %
Inga rating	920	0,9 %	Inga rating	3.875	3,8 %
Sum	102.300	100,0 %	Sum	102.300	100,0 %

** Karakteren +++ er gjeven til verdipapir som er utferda av ein stat i landet sin eigen valuta. Det vil i prinsippet seie at skyldnaden kan løysast inn ved å trykkje opp pengar. I tillegg er kontantar inkluderte i klassen +++.*

Det er 21 papir som ikkje er klassifiserte av Standard & Poor's. Fem av desse er statspapir utferda i framand valuta, tre er utferda av internasjonale organisasjonar og 13 er papir med eksplisitt eller implisitt statsgaranti. Ti av dei 21 papira er heller ikkje klassifiserte av Moody's. Fire av desse er statspapir utferda i framand valuta, medan seks er papir med eksplisitt eller implisitt statsgaranti.

**ØKONOMISK RAPPORTERING AV STATENS PETROLEUMSFOND
PR. 4. KVARTAL 1998**

Petroleumsfondet sin portefølje pr. 31.12.98

Etter forskrift for forvaltning av Statens petroleumsfond § 2 har Noregs Bank plassert fondet sitt kroneinnskott særskilt i aktiva denominert i utanlandsk valuta. Ståande på kronekonto og avkastning for perioden 1.1.98-31.12.98 utgjør samla kr. 167.643.767.103,99 pr. 31.12.98.

Pr. 31.12.98 fordeler porteføljen seg på følgjande instrument (i tillegg vert tal for tidlegare kvartal i 1998 viste for å kunne samanlikna):

Tal i heile tusen kroner

Instrument	31.03.98	30.06.98	30.09.98	31.12.98
Bankinnskott/utlån i utlandet	4 278 716	6 378 405	7 094 356	5 891 261
Utanlandske statskassevekslar	-	123 783	333 606	492 384
Utanlandske ihendehavarobligasjonar	83 363 584	76 711 343	85 457 847	97 836 191
Aksjar i utlandet	28 583 192	46 292 677	45 949 356	64 245 807
Utlån i utlandet	1 187 302	3 826 471	3 710 759	8 000 533
Opptente, ikkje forfalne renter	2 017 669	1 442 068	1 924 493	2 361 879
Opptent dividende	68 909	91 283	150 686	98 578
Kjeldeskat	-	4 566	13 260	17 273
Reguleringar av terminkontraktar	-	-1 739	-14 825	-7 610
Innlån utanlandske bankar	-1 187 302	-2 213 499	-4 297 802	-11 215 049
Pådregne, ikkje forfalne renter	-1 766	-5 136	-84	-118
Diverse skuld			-49 153	-77 362
Total portefølje	118 310 304	132 650 222	140 272 499	167 643 767

Plasseringane i utanlandsk valuta er omrekna til norske kroner etter marknadskursar pr. 31.12.98 noterte på WM Reuters London 4.00 P.M. Verdien av porteføljen av utanlandske verdipapir er sett til lågaste verdi av gjennomsnittleg innkjøpskurs og marknadsverdi pr. 31.12.98. Porteføljen sin marknadsverdi pr. 31.12.98 utgjør kr. 171.786.321.189,50

Pr. 31.12.98 var det kjøpt børsnoterte futureskontraktar med samla marknadsverdi 2 493,2 millionar kroner. På same tidspunkt var det futures salskontraktar med samla marknadsverdi 3531,5 millionar kroner.

Pr. 31.12.98 var det kjøpt valuta på levering med samla verdi 3 135,3 millioner kroner samstundes som ein hadde valutasalskontraktar for 3 135,3 millionar kroner.

Petroleumsfondet si avkasting pr. 31.12.98

Etter forskrift for forvaltning av Statens petroleumsfond § 3 skal Noregs Bank si bokførte avkasting på dei utanlandske plasseringane til Statens petroleumsfond sin kronekonto. Bokført avkasting på kronekonto pr. 31.12.98 inneheld følgjande komponentar (i tillegg vert tal for dei tre første kvartala i 1998 viste for å kunne samanlikna):

Tal i heile tusen kroner

Avkasting	31.03.98	30.06.98	30.09.98	31.12.98
Renteinntekter	1 657 894	2 932 567	4 156 859	5 566 546
Dividende	84 147	352 400	573 341	705 588
Valutakursgevinst	2 776 568	3 751 596	3 291 827	13 149 314
Urealisert verdipapirtap	-17 718	-18 393	-3 464 140	-60 969
Realisert verdipapirgevinst	343 110	457 719	568 552	857 559
Kurtasje	-	-5 232	-7 302	-12 245
Resultat terminhandel valuta	-	-104 298	-109 876	-4 158
Gevinst futures	153 341	134 232	166 806	1 369 864
Total avkasting på plasseringar	4 997 342	7 500 591	5 176 067	21 571 499
Pådregen godtgjersle for forvaltning	-	-	-53 200	-77 362
Netto opptent avkasting	4 997 342	7 500 591	5 122 867	21 494 137

Ved utrekning av avkasting er det nytta dei same prinsippa for rekneskap som for Noregs Bank sitt rekneskap. Dette gjer at inntekter og kostnader i valuta er omrekna til norske kroner etter kursen på transaksjonstidspunktet, og at dei er periodiserte etter prinsippa for rekneskap.

Utrekna pådregen godtgjersle for forvaltning pr. 31.12.98 utgjer 77,4 millionar kroner.

VEDLEGG 2

Område I / Marknadsoperasjonsavdelinga
Strategi- og Kontrollseksjonen
MOA/SOK/EAB/LCK 03. februar 1999

STATENS PETROLEUMSFOND / AVKASTINGSRAPPORT 4. KVARTAL 1998

I fjerde kvartal 1998 hadde Statens petroleumsfond ei tidsvekta periodeavkastning på 13,89 % målt i norske kroner (jf. tabellen nedanfor). Referanseporteføljen¹¹ hadde ei avkastning på 13,92%, slik at den faktiske porteføljen hadde ei mindreavkastning på 0,03 prosentpoeng. Målt i norske kroner er avkastinga på renteporteføljen rekna til å vere 7,08 %, noko som representerte ei meiravkastning på 0,31 prosentpoeng samanlikna med referanseporteføljen til renteporteføljen. Avkastinga på eigenkapitalporteføljen er rekna til å vere 24,59 %, noko som representerte ei mindreavkastning på 0,28 prosentpoeng.

Tabell 1: Avkastinga på Statens petroleumsfond 4. kvartal 1998¹²

		Faktisk	Referanse	Avvik ¹³
Norske kroner	TOTALT	13,89 %	13,92 %	-0,03
	Eigenkapitalporteføljen	24,59 %	24,87 %	-0,28
	Renteporteføljen	7,08 %	6,77 %	0,31

I 1998 hadde Statens petroleumsfond ei tidsvekta avkastning på 19,75 % målt i norske kroner, medan referanseporteføljen hadde ei avkastning på 19,55 %. Dette gav ei meiravkastning på 0,20 prosentpoeng (jf. tabellen nedanfor).

Tabell 2: Avkastinga på Statens petroleumsfond 1998

		Faktisk	Referanse	Avvik ¹³
Norske kroner	TOTALT	19,75 %	19,55 %	0,20
	Eigenkapitalporteføljen	19,33 %	19,58 %	-0,25
	Renteporteføljen	20,37 %	20,14 %	0,23

¹¹ Sjå teknisk vedlegg som skildrar metodegrunnlaget for utrekning av avkastning og konstruksjonen av referanseporteføljane.

¹² Periodeavkastning (dvs. ikkje annualisert). Metoden som er nytta til å rekne ut den totale avkastinga til Petroleumsfondet og referanseporteføljen gjev eit resultat som i høg grad er korrekt, men det vil alltid vere nokre usikre moment, jamfør skildringa av metodegrunnlaget.

¹³ Rekna i prosentpoeng.

Teknisk vedlegg: Metodegrunnlag for utrekninga av avkasting

Avkastinga vert rekna ut etter prinsippet om marknadsverdi, dvs. porteføljane vert verdsette til dei aktuelle marknadsprisane på slutten av utrekningsperioden. Alle komponentane i avkastinga, dvs. rentekostnader og -inntekter, endringar i beholdningar og endringar i verdipapirprisar, er inkluderte i avkastinga og periodiserte til rett utrekningsperiode. I utrekninga av verdi og resultat vert handledato nytta ved periodisering av transaksjonar som er avtala, men ikkje gjorde opp. Avkastinga vert samanlikna med avkastinga på referanseporteføljen. Det vert nytta relativ geometrisk avkasting.

Utrekningane av avkastinga skjer i separate modellar som ikkje er avstemde mot rekneskapssystemet. I utrekningane vert det nytta marknadsverdiar som er baserte på handledato, og ikkje "prinsippet om lågaste verdi" og valuteringsdato som i rekneskapen. Det kan derfor vere avvik i utrekna avkasting mellom dei to systema. Ulik prising av verdipapir kan også vere årsak til avvika.

I tilpassinga til nye retningslinjer for Statens petroleumsfond var det i første halvår 1998 hyppige og store eksterne kontantstraumar mellom aktivaklassane aksjar og obligasjonar og mellom dei einskilte valutaporteføljane innan kvar aktivaklasse (transitionperioden). For å eliminere effekten av inn- og utbetalingar til og frå porteføljane bør ein bruke tidsvekta avkasting ved samanlikning mot ein referanseportefølje. Dette krev at ein reknar ut marknadsverdien på porteføljen ved kvart tidspunkt for kontantstraumane og at ein finn avkastinga som endring i marknadsverdi. Denne metoden gjev ein indeks for avkastinga ved kvart tidspunkt for kontantstraumane. Utifrå dei einskilte indeksane for avkasting finn ein avkastinga for ein periode ved å multiplisere dei einskilte indeksane for avkasting.

Fram til no har Noregs Bank berre rekna ut kvalitetssikra marknadsverdiar ved månadsslutt, og har difor ikkje kunna rekna ut ei tidsvekta avkasting internt i månaden. Det er i staden nytta ein pengevekta metode, der den prosentvise månadlege avkastinga på Statens petroleumsfond er rekna ut ved å fordele dei einskilte kontantstraumane på inngåande verdi og utgåande verdi. Avkastinga er deretter funnen ved å dele den justerte sluttverdien på porteføljen med den justerte startverdien.

Metoden for å rekne ut den prosentvise *månadlege* avkastinga kan skildrast med følgjande formel:

(Formel 1:)

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

der y = avkasting for delperioden
 V_1 = verdien på porteføljen ved start (inkl. renter)
 V_2 = verdien på porteføljen ved slutt (inkl. renter)
 T = talet på dagar i perioden
 i = nummer på dag i perioden
 d_i = totalt transaksjonsbeløp på dag nr. i

For lengre periodar, som *kvartalsavkasting* og *hittil i år-avkasting*, vert dei månadlege indeksane for avkasting multipliserte med kvarandre. Denne avkastinga er difor ei tidsvekta avkasting av avkastinga for dei einskilte månadene.

Ved å nytte den metoden som er skildra ovanfor vert avkastinga i både norske kroner og lokal valuta rekna ut. Den totale avkastinga i norske kroner vert rekna ut ved å summere marknadsverdien i norske kroner for alle dei einskilte valutaene og deretter fordele totale kontantstraumar i norske kroner, slik som uttrykt ved formel 1. Valutakursane til WM-Reuters vert nytta ved omrekning frå lokal valuta til norske kroner. Desse valutakursane vert sette fast kl. 16:00 London-tid.

Den totale avkastinga i lokal valuta er rekna ut ved å vekte avkastinga til kvar einskild valuta med den delen den einskilte valutaen utgjer av totalporteføljen. Den einskilte valutaen sin del av totalporteføljen vert rekna ut frå marknadsverdiane til dei einskilte valutaene i prosent av marknadsverdien av totalporteføljen ved inngangen av måleperioden, rekna i norske kroner.

Referanseporteføljen

Noregs Bank nyttar referanseporteføljar i forvaltinga av valutareservane og Statens petroleumsfond. Referanseporteføljane gjev uttrykk for ein langsiktig strategi for investeringane og speglar retningslinene for rente-, valuta- og kredittrisiko. Same prinsipp vert nytta ved konstruksjon av referanseporteføljane til alle valutaporteføljane.

Frå 1. januar 1998 galdt dei nye retningslinene for Statens petroleumsfond. Retningslinene er sette fast av Finansdepartementet 3. oktober 1997 med heimel i lov av 22. juni 1990 nr. 36 om Statens petroleumsfond. Finansdepartementet gav tilrådingar om korleis overgangsfasen frå gamle til nye retningsliner skulle verte implementert i referanseporteføljen. Overgangen frå den gamle til den nye referanseporteføljen skjedde gradvis over 5 månader der porteføljevektene vart justerte på slutten av kvar månad. Frå 1. juni 1998 var innføringa til ny referanseportefølje avslutta.

Samansetjinga av referanseporteføljen

Referanseporteføljen er sett saman av ein aksjereferanse, Financial Times / Standard & Poor's Actuaries World Indices (FT/S&P), og ein obligasjonsreferanse, Salomon Smith Barney World Government Bond Indexes (WGBI). Ved inngangen av kvart kvartal skal 60 % av referanseporteføljen vere i obligasjonar og 40 % i aksjar. Innan kvartalet flyt fordelinga mellom dei to aktivaklassane avhengig av marknadsutviklinga.

Tabell 3. Inndeling mellom aktivaklassar		
Dato:	Eigenkapital	Obligasjonar
01.10.98	40 %	60 %
01.11.98	41,53	58,47
01.12.98	40 %	60 %

Med årsak i eurokonverteringa 01.01.99 avgjorde Finansdepartementet å framskulle både den kvartalsvise overføringa til Statens Petroleumsfond og rebalanseringa av referanseporteføljen til 30.11.98 (jf. brev frå Finansdepartementet av 26.11.98)

Aksjereferansen:

Referanseporteføljen for aksjar er fordelt på Europa, Nord-Amerika og Asia. Ved byrjinga av kvart kvartal skal fordelinga mellom regionane vere 50%, 30% og 20%. Investeringane i aksjar innan kvar region vert fordelte på dei godkjende landa (i §6 i forskrift av 3. oktober 1997) etter marknadsverdiar målt ved FT/S&P- Actuaries indeksane. Innan kvartalet vert vektene for både land og regionar endra, avhengig av marknadsutviklinga.

Nokre av hovudprinsippa for samansetjinga av FT/S&P-Actuaries indeksane er følgjande (jf. teknisk dokument "Ground Rules for the Construction and Maintenance of the FT/S&P Actuaries World Indices, January 1997 - Version 1.1.2")

- Indeksane vert justerte ved kvart månadsskifte.
- Indeksane vert kalkulerte dagleg.
- Valutakursar: sluttkursar til WM/Reuters.
- Prisar: Vanlegvis midtkurs når marknaden stengjer eller siste noterte omsettingskurs.

Petroleumsfondet sin referanseportefølje hadde følgjande landvekter ved inngangen til kvar månad i fjerde kvartal 1998:

Tabell 4: Landvekter (%)¹⁴

Land	01.10.98	01.11.98	01.12.98
USA	28,93	28,44	28,93
Canada	1,07	1,07	1,07
Sum Nord-Amerika	30,00	29,51	30,00
Austerrike	0,21	0,21	0,19
Belgia	1,45	1,42	1,39
Sveits	4,71	4,94	5,10
Tyskland	6,96	6,69	7,05
Danmark	0,63	0,61	0,58
Spania	2,01	2,10	2,15
Finland	0,74	0,75	0,77
Frankrike	5,88	5,87	6,07
Storbritannia	17,11	16,49	16,28
Irland	0,38	0,36	0,37
Italia	3,42	3,32	3,57
Nederland	4,25	4,09	4,20
Portugal	0,32	0,35	0,37
Sverige	1,93	1,86	1,91
Sum Europa	50,00	49,05	50,00
Australia	1,94	1,90	1,88
Hong Kong	1,69	2,04	1,79
Japan	16,00	17,05	15,86
New Zealand	0,14	0,14	0,14
Singapore	0,24	0,30	0,32
Sum Asia/Oceania	20,00	21,43	20,00

Obligasjonsreferansen:

Referanseporteføljen for obligasjonane er fordelt på Europa, Nord-Amerika og Asia. I byrjinga av kvart kvartal skal fordelinga mellom regionane vere 50%, 30% og 20%. Innan kvar region vert landvektene fordelte etter BNP-vektene og IMF sine gjennomsnittlege kursar for det året som BNP-tala gjeld for. Frå 1. januar 1998 vert BNP-vektar og gjennomsnittlege valutakursar for 1996 nytta. Ecu-delen har ei vekt på 2%. Ein tilsvarende del, lik vekta dei enkelte valutaene har i ecu, vert trekt frå dei valutaslaga som er i ecu. Innan kvartalet flyt vektene for land og regionar avhengig av marknadsutviklinga. Ved rebalanseringa av referanseporteføljen 30.11.98 vart ECU-andelen sett til null. I tillegg vart BNP-vektar og gjennomsnittlege valutakursar for 1997 nytta.

For kvart land vert Salomon Smith Barneys World Government Bond Indexes (WGBI) nytta. Nokre av hovudprinsippa for samansetjinga av denne indeksen er følgjande (jf. teknisk dokument "Salomon Smith Barney Global Index Catalog, February 1998"):

¹⁴ Tala summerer seg ikkje til delsummane og til 100% på grunn av avrunding.

- Indeksen måler avkastinga på følgjande 18 marknader for statsobligasjonar: Australia, Austerrike, Belgia, Canada, Danmark, Finland, Frankrike, Tyskland, Irland, Italia, Japan, Nederland, Portugal, Spania, Sverige, Sveits, Storbritannia og USA. Portugal vart inkludert i indeksen f.o.m. 30. juni 1998.
- Indeksane er sette saman av obligasjonar med minst et år til forfall.
- Obligasjonane har fast kupong.
- Kvar obligasjon har ei vekt lik marknadsværdien.
- Forfall av kupongar vert investert i den lokale pengemarknaden fram til første månadsskifte.
- Indeksane vert justerte ved kvart månadsskifte.
- Indeksane vert kalkulerde dagleg.
- Månadleg vert det kalkulert indeksar med prisar som er kvalitetssikra.

Petroleumsfondet sin referanseportefølje hadde følgjande landvekter ved inngangen til kvar månad i fjerde kvartal 1998:

Tabell 5: Landvekter (%)¹⁵

Land	01.10.98	01.11.98	01.12.98
USA	27,86	26,90	27,90
Canada	2,14	2,04	2,10
Sum Nord-Amerika	30,00	28,94	30,00
Austerrike	1,32	1,29	1,30
Belgia	1,37	1,34	1,50
Sveits	1,68	1,68	1,60
Tyskland	12,98	12,65	12,80
Danmark	0,96	0,94	1,00
Spania	2,69	2,62	3,20
Finland	0,72	0,70	0,70
Frankrike	8,47	8,23	8,50
Storbritannia	6,48	6,16	7,80
Irland	0,36	0,35	0,40
Italia	6,86	6,71	7,00
Nederland	2,06	2,00	2,20
Portugal	0,60	0,59	0,60
Sverige	1,45	1,42	1,40
ECU	2,00	1,95	0,00
Sum Europa	50,00	48,61	50,00
Australia	1,57	1,62	1,70
Japan	18,43	20,82	18,30
Sum Asia/Oceania	20,00	22,44	20,00

¹⁵ Tala summerer seg ikkje til delsummane og til 100% på grunn av avrunding.