

Forvaltning av Statens petroleumsfond

Rapport for første kvartal 2002

Sammendrag

I første kvartal 2002 var periodeavkastningen av Statens petroleumsfond 0,59 prosent målt i den valutakurven som svarer til sammensetningen av Petroleumsfondets referanseportefølje. Målt i norske kroner var avkastningen i første kvartal på $-2,05$ prosent.

Avkastningen på den ordinære aksjeporteføljen (utenom Miljøfondet) var i første kvartal $2,26$ prosent målt i referanseporteføljens valutakurv. Aksjekursene i de tre hovedmarkedene USA, Europa og Japan falt i begynnelsen av kvartalet, men steg igjen mot slutten. Renteporteføljen hadde negativ avkastning i kvartalet med $-0,63$ prosent målt i valutakurven, etter rentestigning i USA og Europa.

I første kvartal 2002 var avkastningen på Petroleumsfondets ordinære portefølje $0,24$ prosentpoeng høyere enn avkastningen på den referanseporteføljen som Finansdepartementet har definert.

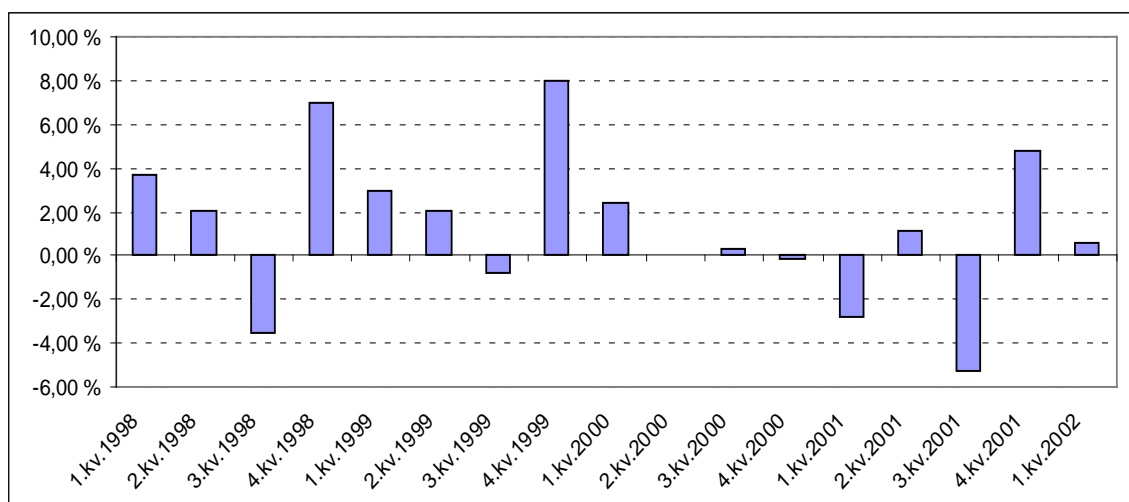
Miljøfondet hadde i første kvartal en avkastning på $1,30$ prosent målt i referanseporteføljens valutakurv og $-1,36$ prosent målt i norske kroner.

Petroleumsfondets internasjonale aksje- og obligasjonsporteføljer ble tilført midler for $12,1$ milliarder kroner 31. januar og $12,2$ milliarder kroner 28. februar 2002. Markedsverdien av fondets samlede verdipapirportefølje var $625,0$ milliarder kroner ved utgangen av første kvartal.

1. Hovedtall

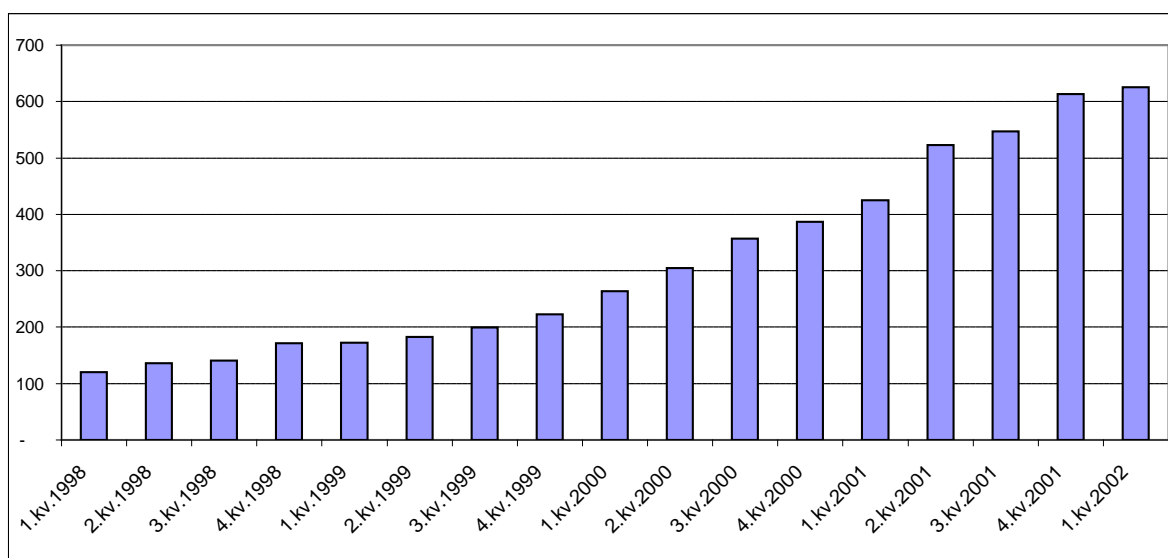
Avkastningen i første kvartal 2002 var på 0,59 prosent, målt i den valutakurven som svarer til sammensetningen av fondets referanseportefølje. Dette er noe lavere enn den gjennomsnittlige kvartalsavkastningen siden 1998. Figur 1 viser at første kvartal var det tolvte med positiv avkastning, mens fem kvartaler har gitt negativ avkastning siden 1998. Figuren viser store svingninger i avkastningstallene. Avkastningen har svingt betydelig mer for aksjeporteføljen enn for renteporteføljen.

Figur 1: Kvartalsvis avkastning av Petroleumsfondet siden 1998, målt i fondets valutakurv



Figur 2 viser at Petroleumsfondet siden 1. januar 1998 har vokst fra 113 til 625 milliarder kroner. Det meste av veksten skyldes tilførsel av midler fra Finansdepartementet.

Figur 2: Markedsverdien av Petroleumsfondet 1998-2002, målt i milliarder norske kroner



Petroleumsfondets årlige netto realavkastning (etter fradrag for forvaltningskostnader og prisstigning) har siden 1. januar 1998 vært på 3,6 prosent. Tabell 1 viser avkastningen fram til utgangen av første kvartal 2002, regnet som årsrate fra 1. januar i henholdsvis 1998, 1999, 2000 og 2001. Prisveksten er et vektet gjennomsnitt av prisveksten i de land som er med i den referanseporteføljen som Finansdepartementet har fastsatt.

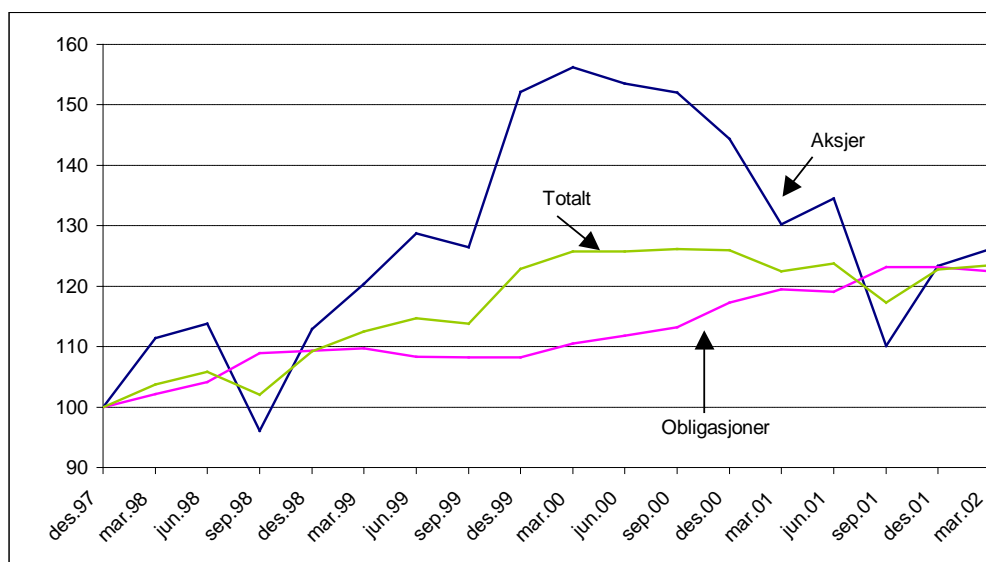
Høyre kolonne i tabellen viser at meravkastningen i gjennomsnitt har vært på 0,43 prosentpoeng pr år. Dette er avviket mellom avkastningen på den faktiske porteføljen og avkastningen på referanseporteføljen, regnet som aritmetisk differanse og deretter omregnet til årsrate.

Tabell 1: Årlige avkastningsrater i prosent fram til utgangen av første kvartal 2002, målt i fondets valutakurv

	Brutto årlig avkastning	Årlig prisvekst	Årlige forv. kostnader	Årlig netto realavkastning	Årlig meravkastning
Fra 01.01.98	5,11	1,47	0,08	3,56	0,43
Fra 01.01.99	3,86	1,61	0,09	2,17	0,50
Fra 01.01.00	0,27	1,69	0,09	-1,52	0,21
Fra 01.01.01	-1,49	1,41	0,08	-2,98	0,21

Figur 3 viser akkumulert avkastning fra 1. januar 1998 for rente- og aksjeporteføljene. I løpet av disse 17 kvartalene har aksjeinvesteringene gitt en akkumulert nominell avkastning på 26,1 prosent, mens obligasjonsinvesteringene har gitt 22,4 prosent nominell avkastning.

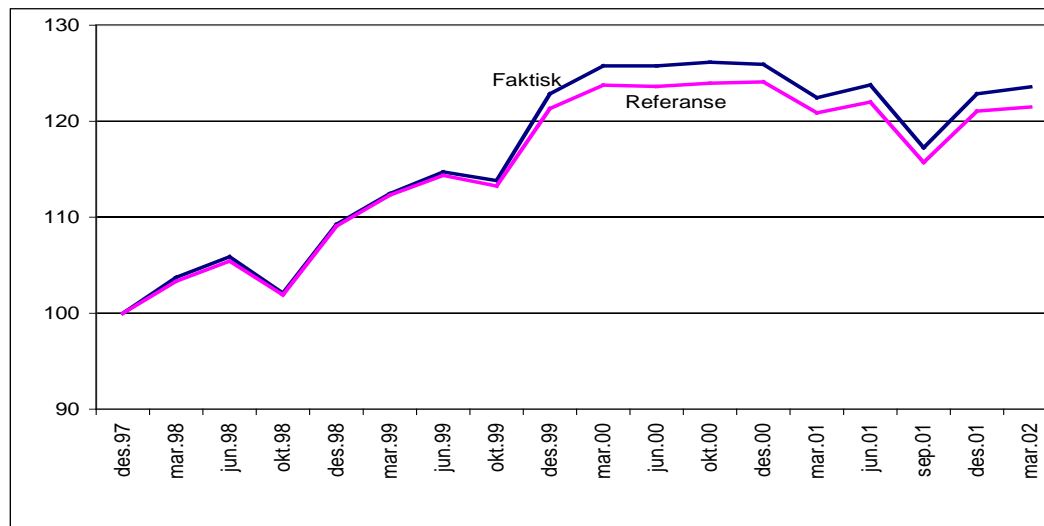
Figur 3: Indeks for akkumulert avkastning av delporteføljene i Petroleumsfondet 1998-2002. Fondets valutakurv pr 31. desember 1997=100



Figur 4 viser akkumulert avkastning for hele Petroleumsfondet siden 1. januar 1998. Fram til utgangen av første kvartal 2002 har avkastningen vært 23,6 prosent. I det samme tidsrommet har avkastningen på referanseporteføljen vært 21,5 prosent. Forskjellen mellom den faktiske avkastningen og avkastningen på

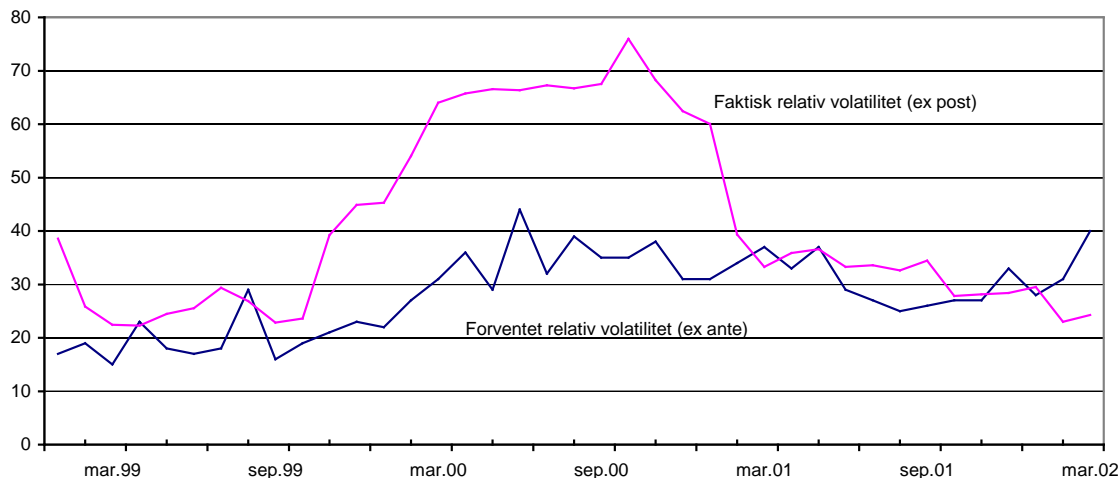
referanseporteføljen er den meravkastningen som Norges Bank har oppnådd. Siden 1998 har den akkumulerte meravkastningen vært på til sammen 2,1 prosentpoeng.

Figur 4: Indeks for akkumulert avkastning på den faktiske porteføljen og på referanseporteføljen 1998-2002. Fondets valutakurv pr 31. desember 1997=100



Figur 5 viser utviklingen i relativ markedsrisiko fra og med desember 1998, målt på to ulike måter. I retningslinjene fra Finansdepartementet brukes forventet relativ volatilitet (forklart i kapittel 6 nedenfor) som mål for markedsrisiko. I ettertid kan vi bruke variasjonen i avviket mellom avkastningen av den faktiske porteføljen og av referanseporteføljen (meravkastningen) som et mål for hva markedsrisikoen faktisk har vært. I figur 5 er denne volatiliteten beregnet som årsrate fra 12 måneders rullerende vinduer.

Figur 5: Den relative markedsrisikoen ved utgangen av hver måned, målt ex ante ved forventet relativ volatilitet og ex post ved beregnet relativ volatilitet for differanseavkastningen siste 12 måneder. Tall i basispunkter (hundredeler av ett prosentpoeng)



Den faktiske variasjonen i den månedlige meravkastningen var i 2000 betydelig høyere enn den forventede relative volatiliteten. Det siste året har tallene imidlertid

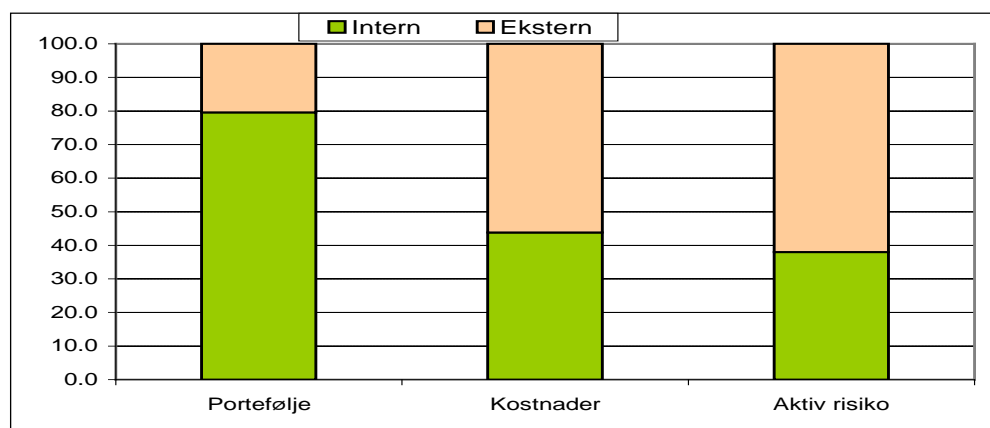
ligget svært nær hverandre. Både forventet volatilitet og faktisk volatilitet kan svinge mye også ved uendret grad av aktiv forvaltning. Dette skyldes at målene påvirkes av ulike trekk i markedsutviklingen, som for eksempel endringer i korrelasjoner mellom de ulike aktivklasser og verdipapirer. Forventet relativ volatilitet har ligget godt under den grensen som Finansdepartementet har satt for markedsrisikoen i Petroleumsfondets portefølje.

Informasjonsraten er et vanlig mål for hvor dyktige operative forvaltere er. Informasjonsraten er forholdstallet mellom meravkastning pr år og relativ markedsrisiko (her målt som faktisk standardavvik for differanseavkastningen). Som gjennomsnitt fra første kvartal 1998 til og med første kvartal 2002 har informasjonsraten for fondet vært på 0,92, målt som årsrate. Målsettingen for forvaltningen er å oppnå en informasjonsrate på minst 0,2-0,3.

Figur 6 viser noen nøkkeltall knyttet til fordelingen på ekstern og intern forvaltning. Den viser at ved utgangen av første kvartal ble 19 prosent av Petroleumsfondet forvaltet av eksterne forvaltere. Samtidig utgjorde kostnadene ved ekstern forvaltning 56 prosent av de samlede forvaltningskostnadene. Den aktive risikoen i den eksterne forvaltningen utgjorde rundt 62 prosent av den samlede risiko knyttet til aktiv forvaltning.

Som figuren illustrerer tas mesteparten av risikoen knyttet til aktiv forvaltning av eksterne forvaltere. Aktiv forvaltning er klart dyrere enn indeksforvaltning, og det forklarer i noen grad at enhetskostnadene i den eksterne forvaltningen er langt høyere enn i den interne. En supplerende forklaring er at stordriftsfordelene i kapitalforvaltning tilsier at intern forvaltning av store porteføljer kan være kostnadseffektivt sammenlignet med å kjøpe forvaltningstjenester i markedet. Norges Banks strategi er å la eksterne forvaltere med spesialisert kompetanse stå for en viktig del av den samlede aktive forvaltningen, jf egen artikkel om dette i årsrapporten for forvaltningen av Petroleumsfondet i 1999 og brev til Finansdepartementet sendt i september 2000.

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



* Det finnes ingen absolutt korrekt måte å beregne fordelingen av aktiv risiko på. Fordelingen i figuren bygger på en summering av risikoen (Value at Risk) i hvert mandat, uten hensyn til korrelasjon mellom mandatene.

2. Mandat

Norges Bank forvalter Petroleumsfondet i samsvar med forskrift fastsatt av Finansdepartementet 3. oktober 1997 og siste gang endret 16. januar 2002. Da ble regelen om at utsteder av rentebærende instrumenter skal være hjemmehørende i ett av de 22 godkjente markedene for fondet eller være en internasjonal organisasjon tatt ut, mens kravet til denominering i en av de 22 landenes valutaer ble opprettholdt.

Finansdepartementet gav 16. januar 2002 nye retningslinjer for kreditt risiko. Kravet til kredittvurdering ble endret slik at det nå kan investeres i verdipapirer dersom enten ratingbyrået Moody's har gitt vurderingen Baa eller høyere, eller dersom det andre store ratingbyrået Standard & Poor's har gitt vurderingen BBB eller høyere. I begge tilfeller svarer det til laveste vurdering i klassen med høy kredittverdighet ("investment grade").

I samsvar med forskriften har Finansdepartementet definert en referanseportefølje for Petroleumsfondet. Referanseporteføljen er satt sammen av FTSE aksjeindekser i 27 land og av Lehman Global Aggregate obligasjonsindekser i valutaene til de 22 landene som er godkjent for renteinvesteringer. Lehman-indeksene erstattet Salomon Smith Barney-indeksene med virkning fra 31. januar 2002. Fra 28. februar inneholder rentereferansen ikke bare statsobligasjoner, men også andre obligasjoner utstedt av offentlig sektor, obligasjoner utstedt av internasjonale organisasjoner, selskapsobligasjoner og pantesikrede obligasjoner.

Aksjer skal utgjøre 40 prosent av referanseporteføljen for Petroleumsfondet utenom Miljøfondet, mens obligasjoner skal utgjøre 60 prosent. Innenfor aksjedelen av referansen utgjør papirer notert på børser i Europa 50 prosent, i Amerika 30 prosent og i Asia/Oceania 20 prosent. Innenfor rentedelen er andelene fra midten av januar 2002 henholdsvis 55, 35 og 10 prosent. Finansdepartementet reduserte andelen i Asia/Oceania ut fra en vurdering av kreditt risikoen mot en enkelt utsteder, etter at japanske statsobligasjoner ble nedgradert til AA av ratingbyrået Standard & Poor's og til Aa3 av Moody's, og satt under observasjon for ytterligere nedgradering.

Aktivklasse- og regionvektene endres fortløpende som følge av endringer i markedsprisene på de papirer som inngår i referanseporteføljen. Tidligere ble vektene i referanseporteføljen alltid brakt tilbake til utgangspunktet i forbindelsene med kvartalsvise tilførsler av nye midler til fondet. Fra desember 2001 ble retningslinjene endret slik at tilførsler av nye midler heretter skal skje månedlig. De månedlige tilførselene skal brukes til å bringe aktivklasse- og regionvektene så langt tilbake mot de opprinnelige vektene som mulig, men ikke slik at det blir nødvendig å selge noe fra den eksisterende porteføljen. Dermed kan det også etter tilførsel av nye midler bli en mindre forskjell mellom den strategiske referanseporteføljen beskrevet ovenfor og den faktiske referanseporteføljen. Den siste er det løpende grunnlaget for risikostyringen og resultatmålingen i Petroleumsfondet. Vektene i den faktiske referanseporteføljen pr 31. mars 2002 er vist i tabell 2. Vektene i rentereferansen gjelder den valuta obligasjonene lyder på. Det er derfor ikke oppgitt andeler for hvert land innen euro-området.

Bestemmelsene om det særskilte Miljøfondet ble 16. januar 2002 endret slik at størrelsen på denne delporteføljen ikke lenger står i forskriften. Finansdepartementet

avsatte 31. januar 2002 ytterligere en milliard kroner til Miljøfondet. Denne særskilte aksjeporteføljen har samme fordeling på regioner som den ordinære aksjeporteføljen, og den kan investeres i de samme landene, med unntak for de framvoksende markedene Brasil, Sør-Korea, Mexico, Taiwan og Tyrkia.

Finansdepartementet har satt en grense for hvor mye Petroleumsfondets faktiske portefølje kan avvike fra referanseporteføljen. I den ordinære porteføljen skal den relative markedsrisikoen målt ved forventet relativ volatilitet i risikostyringssystemet BARRA, alltid være lavere enn 1,5 prosentpoeng. For Miljøfondet er grensen 1 prosentpoeng. Begrepet relativ volatilitet er nærmere forklart i kapittel 6 nedenfor.

Tabell 2: Referanseportefølje pr 31. mars 2002 for Petroleumsfondets ordinære portefølje (eksklusive Miljøfondet). Tall i prosent

Land for aksje-referansen. Valuta for rentereferansen	Aksjer		Renter	
	Strategisk referanseportefølje	Faktisk referanseportefølje	Strategisk referanseportefølje	Faktisk referanseportefølje
Vekt aktivaklasser	40,0	40,9	60,0	59,1
Belgia		0,7		
Finland		1,3		
Frankrike		7,1		
Hellas		0,3		
Irland		0,5		
Italia		2,7		
Nederland		4,2		
Portugal		0,3		
Spania		2,2		
Tyskland		5,3		
Østerrike		0,1		
<i>Euro-området (EUR)</i>		24,6		45,8
Storbritannia (GBP)		18,5		6,0
Danmark (DKK)		0,5		1,3
Sveits (CHF)		5,0		0,7
Sverige (SEK)		1,6		1,0
Tyrkia		0,1		
Sum Europa	50,0	50,4	55,0	54,9
USA (USD)		27,8		31,3
Brasil		0,2		
Canada (CAD)		1,0		3,5
Mexico		0,2		
Sum Amerika	30,0	29,2	35,0	34,8
Australia (AUD)		2,7		0,6
Hong Kong		1,7		
Japan (JPY)		13,5		9,3
New Zealand (NZD)		0,1		0,1
Singapore (SGD)		0,6		0,2
Sør-Korea		1,1		
Taiwan		0,8		
Sum Asia / Oceania	20,0	20,4	10,0	10,3

3. Markedsutviklingen

3.1. Hovedtrekk

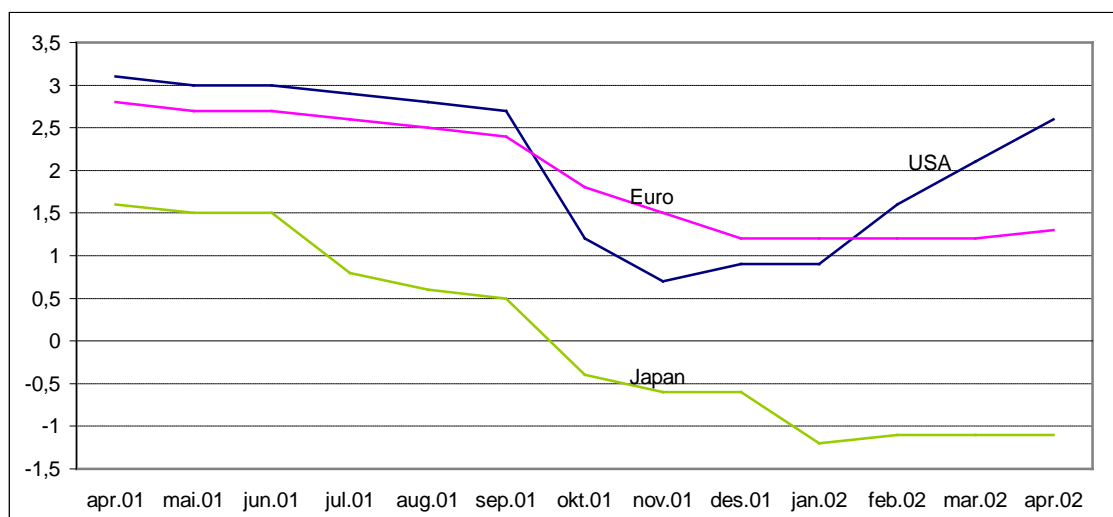
Den internasjonale økonomiske utviklingen viste i første kvartal 2002 klare tegn til oppgang, men det er betydelig usikkerhet om styrken og forløpet. En viktig usikkerhetsfaktor er oljeprisen, som har steget markert i løpet av kvartalet.

Etter nedgang i bruttonasjonalproduktet i USA i tredje kvartal 2001 ble vekstraten positiv i fjerde kvartal. For året 2001 ble realveksten etter OECDs tall på 1,2 prosent. Forbedringen skyldtes i hovedsak vekst i privat og offentlig forbruk, mens investeringer viste nedgang. Foreløpige tall for første kvartal 2002 tyder på at BNP-veksten er blitt enda sterkere. Indekstill indikerer at produksjonen økte kraftig både i januar og februar, og at nedbyggingen av lager ser ut til å ha stoppet. Figur 7 viser at analytikerne i finansmarkedene har økt sine vekstanslag for USA i 2002.

Arbeidsledigheten har falt, og sysselsettingen har økt noe. Forbrukernes tro på fortsatt vekst har styrket seg i mars, men er fortsatt svakere enn før hendelsene 11. september. Årsveksten i konsumprisindeksen var på 1,1 prosent i februar.

Ubalansene i amerikansk økonomi er imidlertid fortsatt til stede, med store underskudd på utenriksregnskapet, stor kapitalimport og høy gjeldsgrad hos husholdningene. Oppretting av disse ubalansene vil ha negativ virkning på den økonomiske veksten i USA og i resten av verden.

Figur 7: Forventet prosentvis vekst i brutto nasjonalproduktet i 2002 i euro-området, USA og Japan, målt på ulike tidspunkter 2001-2002



Kilde: Consensus Economics Inc.

I euro-området falt bruttonasjonalproduktet svakt i fjerde kvartal 2001, mens vekstraten for hele 2001 ble positiv med 1,6 prosent. Investeringer og lagerhold har vist en svak utvikling mot slutten av året, men svekkelsen av euro i forhold til dollar har dempet nedgangen i europeisk økonomi. Forbrukernes tro på framtidig vekst er litt bedret i første kvartal 2002, og figur 7 viser at analytikerne i finansmarkedene

venter fortsatt vekst i Europa, men med lave vekstrater. Årsveksten i konsumprisindeksen var på 2,4 prosent i februar.

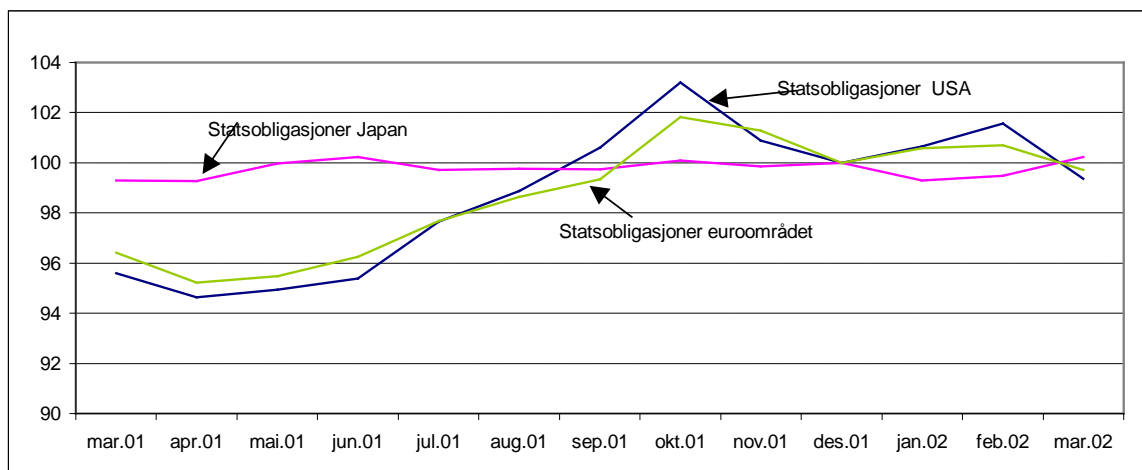
I Japan har den svake økonomiske utviklingen fortsatt. Bruttonasjonalproduktet falt i andre halvår 2001 med 3,4 prosent. Fallet i industriproduksjonen og i eksporten ser imidlertid ut til å ha stoppet i løpet av første kvartal 2002, uten at dette har gitt større utslag i analytikernes forventninger om BNP-veksten for Japan i 2002, se figur 7.

3.2. Rentemarkedene

Rentene på statsobligasjoner med om lag ti års gjenstående løpetid har økt både i Europa og USA i løpet av første kvartal 2002. Tiårs rentene i USA har økt fra om lag 4,8 prosent i januar til om lag 5,4 prosent i slutten av mars. Renteøkningen henger sammen med tegnene til bedring i amerikansk økonomi. Rentene på amerikanske statspapirer med kort løpetid har også steget. Heller ikke i Europa var det forventninger om videre nedgang i rentenivået, og de korte rentene begynte å stige i første kvartal 2002.

I Japan har tiårs rentene sunket siden årsskiftet. Det gjenspeiler at utsiktene for japansk økonomi fortsatt oppfattes som svake. Rentene på statspapirer med kort løpetid er nær null og har endret seg lite i første kvartal. Sentralbanken tilfører stadig likviditet for å stimulere japansk økonomi.

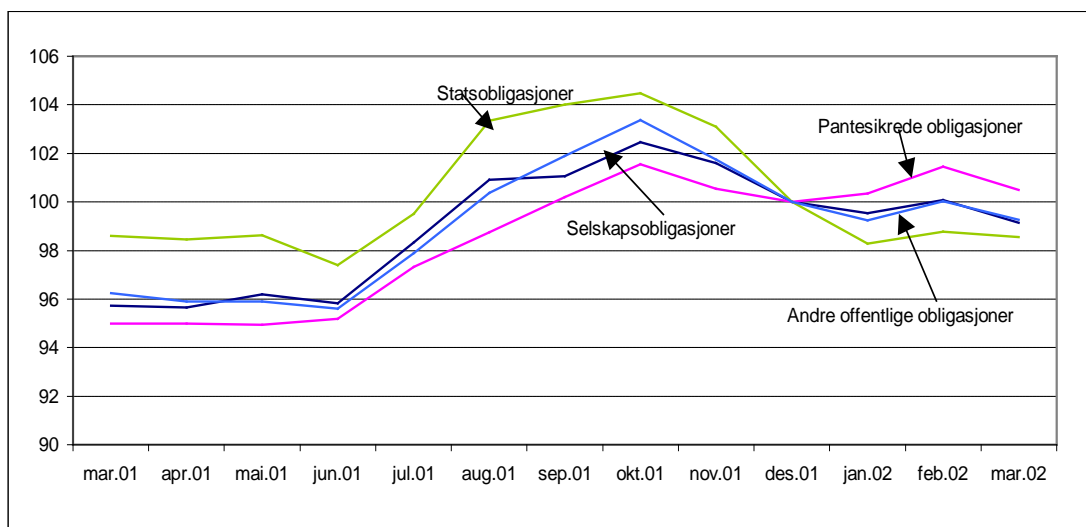
Figur 8: Verdiutviklingen på Lehman Global Aggregate statsobligasjonsindekser i hovedmarkedene fra mars 2001 til mars 2002 (31.12.01 =100)



Figur 8 viser at statsobligasjoner i første kvartal som en følge av rentestigningen gav negativ avkastning i både USA og i euro-området. Avkastningen på japanske statsobligasjoner var imidlertid svakt positiv.

Figur 9 viser utviklingen i Lehmans verdensindeks for hvert av de delmarkeder der Petroleumsfondets renteportefølje blir investert fra og med februar 2002. Det har i første kvartal vært kursfall både for statsobligasjoner, obligasjoner fra andre offentlige utstedere og for selskapsobligasjoner. Kursene på pantsikrede obligasjoner har hatt en svak stigning. Det har ikke skjedd store endringer i renteforskjellen mellom statsobligasjoner og selskapsobligasjoner med høy kredittrating i løpet av kvartalet.

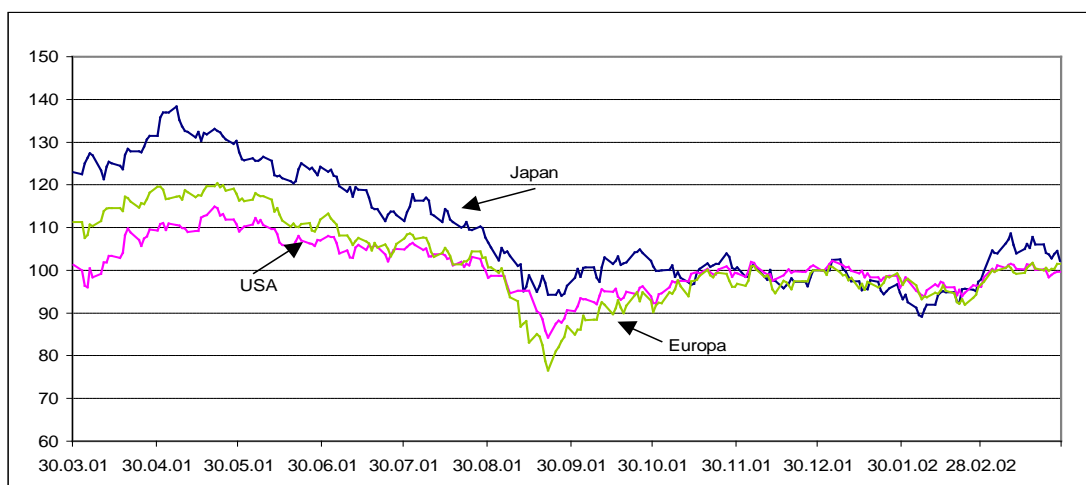
Figur 9: Verdiutviklingen på Lehman Global Aggregate kredittobligasjonsindekser i hovedmarkedene fra mars 2001 til mars 2002 (31.12.01 =100)



3.3. Aksjemarkedene

Figur 10 viser at aksjekursene i Japan og Europa har steget svakt i første kvartal 2002, mens kursene i USA har gått litt ned. Det japanske markedet har hatt sterkest oppgang. Det henger blant annet sammen med en positiv utvikling for japansk eksport i første kvartal. Utenom de tre hovedmarkedene har kursutviklingen vært mest positiv i de asiatiske og enkelte av de sør-amerikanske markedene. Oppgangen i disse framvoksende markedene har kommet etter en periode med store kursfall høsten 2001. Aksjemarkedene i Finland og Sverige representerer den andre ytterligheten, med svært svak kursutvikling i første kvartal 2002.

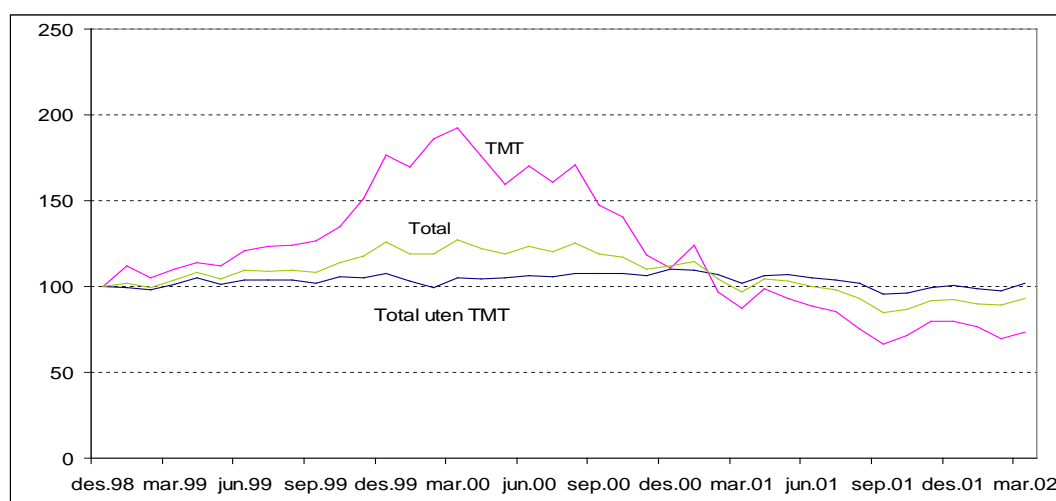
Figur 10: Verdiutviklingen på FTSE aksjeindekser i hovedmarkedene fra mars 2001 til mars 2002 (31.12.01=100)



Det siste har sammenheng med at telekommunikasjoner er en særlig viktig sektor på de finske og svenske aksjemarkedene. Figur 11 viser at denne sektoren har hatt

svakere kursutvikling enn aksjemarkedet ellers. Telekom-sektoren har hatt problemer med stor gjeld etter betaling av de nye mobiltelefonlisensene i Europa. Disse selskapene har kuttet ned på investeringene for å spare penger. Lavere investeringssetterspørsel har igjen rammet flere av bedriftene som leverer infrastruktur til telekom-sektoren. Inntektene fra mobiltelefoni har heller ikke økt i den takt en tidligere så for seg. I tillegg til den svake utviklingen i telekomsektoren har teknologisektoren blitt rammet av den svake etterspørselen etter investeringsvarer som datamaskiner og programvare.

Figur 11: FTSE global aksjeindeks 1999-2002: Totalt og TMT-sektorene teknologi, media og telekommunikasjon (31.12.98 = 100)



Tabell 3 viser avkastningen på Petroleumsfondets referanseportefølje for aksjer i første kvartal 2002 fordelt på hovedsektorer. Avkastningen i sektorene informasjonsteknologi og ikke-konjunkturfølsomme tjenester har vært mest negativ. Den høyeste avkastningen har kommet i energi- og vannforsyning og i konjunkturfølsomme varer. I den siste sektoren hører blant annet transportmidler hjemme.

Tabell 3: Avkastning på FTSE verdensindeks i første kvartal 2002, målt i prosent mot amerikanske dollar og mot fondets valutakurv

Sektor	USD	Fondets valutakurv
Råvarer	10,61	11,85
Prosessindustri	7,47	8,67
Generell industri	1,36	2,49
Konjunkturfølsomme varer	12,38	13,65
Ikke-konjunkturfølsomme varer	0,15	1,28
Konjunkturfølsomme tjenester	-1,47	-0,37
Ikke-konjunkturfølsomme tjenester	-9,93	-8,92
Energi og vannforsyning	-2,57	-1,48
Finansielle tjenester	0,33	1,46
Informasjonsteknologi	-5,64	-4,58

4. Gjennomføring av forvaltningen

Markedsverdien av Petroleumsfondets valutaportefølje var ved årsskiftet på 613,7 milliarder kroner. Finansdepartementet overførte 31. januar 12,1 milliarder kroner til fondets kronekonto og 28. februar ytterligere 12,2 milliarder, og tilsvarende beløp i valuta ble samtidig overført til verdipapirporteføljen. Den tilførsel som normalt skulle ha funnet sted ved utgangen av mars, ble på grunn av forventet svakere likviditet i påskehelgen utsatt til 2. april. Samlet tilførsel til Petroleumsfondets portefølje av internasjonale verdipapirer i første kvartal tilsvarte dermed 24,3 milliarder kroner. Ved utgangen av kvartalet var markedsverdien av fondets samlede verdipapirportefølje på 625,0 milliarder kroner.

Tabell 4: Markedsverdien av Petroleumsfondets delporteføljer (millioner NOK)

	Ordinære aksjeporteføljen	Renteporteføljen	TAA-porteføljen*	Miljøfondet	Petroleumsfondet totalt
31. mars 2001	169 540	248 229	6 316	863	424 948
30. juni 2001	207 767	310 023	4 146	899	522 835
30. sep. 2001	215 644	327 754	2 833	721	546 952
31. des. 2001	245 796	362 945	4 153	792	613 686
31. mars 2002	258 179	360 718	4 341	1 794	625 032

* Taktisk aktivaallokering inneholder både aksje- og renteinstrumenter

4.1. Forvaltningen av renteporteføljen

Finansdepartementet endret i januar de strategiske regionvektene i rentereferansen slik at andelen i Asia/Oceania ble redusert fra 20 til 10 prosent, mens andelene i Europa og Amerika ble økt til henholdsvis 55 og 35 prosent. Begrunnelsen var økt kredittrisiko knyttet til japanske statsobligasjoner etter at Japan som utsteder var nedgradert til AA av ratingbyrået Standard & Poor's og til Aa3 av Moody's. Nedsalget i Asia skjedde gradvis i perioden fra 10. til 17. januar, og medførte sammen med overgangen til Lehman-indekser i referanseporteføljen brutto transaksjoner for 113 milliarder kroner. Det ble gjennomført over en uke for å påvirke markedsprisene minst mulig. Transaksjonskostnadene ved tilpasning av porteføljen er anslått til 76 millioner kroner.

Finansdepartementet endret samtidig landvektene i referanseporteføljen fra BNP-vekter til markedskapitaliseringsvekter innen hver region, med det unntak at vekten for Japan ble satt til en fjerdedel av markedskapitaliseringen. Endringen i landvektene skulle opprinnelig vært gjennomført fra 31. januar, men ble framskyndet for å spare transaksjonskostnader. De nødvendige justeringene i den faktiske porteføljen ble dermed gjort parallelt med nedsalget av obligasjoner i Asia.

Nye midler ble tilført renteporteføljen med 7,1 milliarder kroner 31. januar og ytterligere 3,1 milliarder 28. februar. På de samme to dagene ble referanseporteføljen for renteforvaltningen delvis rebalansert slik at regionvektene ble brakt så nær de strategiske vektene som den faktiske porteføljen kunne komme uten at en måtte redusere investeringsvolumene i noe marked.

Fra og med 31. januar bygger referanseporteføljen for renter på Lehman Global Aggregate obligasjonsindekser i stedet for på indeksene fra Salomon Smith Barney. Denne overgangen hadde i seg selv små konsekvenser for forvaltningen, men var en forberedelse til at referanseporteføljen for renter fra 28. februar ble utvidet til ikke bare å inneholde statsobligasjoner. De andre delindeksene for obligasjoner med høy kredittrating i Lehman Global Aggregate fikk også positiv vekt, og vektene vil gradvis bli økt til de når markedsverdivektene innenfor hver region. Dette gjelder obligasjoner utstedt av andre offentlige eller internasjonale institusjoner enn staten, selskapsobligasjoner og pantelånssikrede obligasjoner.

Markedsverdien av renteporteføljen var ved utgangen av kvartalet på 360,7 milliarder kroner. Hovedtyngden av porteføljen forvaltes internt i Norges Bank. I første kvartal ble det ikke tilført midler til nye eksterne forvaltere, men et eksisterende mandat ble splittet i to nye mandater.

En rekke nye mandater for ekstern forvaltning ble utlyst i fjerde kvartal 2001, med søknadsfrist 15. januar 2002. Prosessen med evaluering av disse er i gang, og det ventes at valg av de første forvalterne og tilførsel av midler til disse vil skje i løpet av andre kvartal.

4.2. Forvaltningen av aksje- og allokeringporteføljen

Den ordinære aksjeporteføljen ble tilført 4,0 milliarder kroner 31. januar og ytterligere 9,1 milliarder 28. februar. Markedsverdien av porteføljen var ved utgangen av første kvartal på 258,2 milliarder kroner.

Miljøfondet ble tilført en milliard kroner 31. januar. Ved utgangen av første kvartal var markedsverdien av denne aksjeporteføljen på 1,8 milliarder kroner.

Andelen som er forvaltet internt har i løpet av kvartalet økt fra 57 til 63 prosent av aksjeporteføljen. Av dette er en tredjedel aktiv indeksforvaltning (eller utvidet indeksering), der det brukes ulike teknikker for å tjene på spesielle prisingssituasjoner, se artikkelen om aktiv indeksforvaltning i årsrapporten for 2001. En annen tredjedel er sektorforvaltning der risikotakingen er beskjedent, mens om lag en femtedel er aktiv forvaltning innen utvalgte sektorer. I tillegg kommer porteføljer som holdes internt i påvente av overføring til eksterne aktive forvaltere.

Ved slutten av kvartalet forvaltes nær 25 prosent av aksjeporteføljen av eksterne aktive forvaltere med regionale mandater, og mellom 5 og 10 prosent av eksterne forvaltere med sektormandater. Dessuten forvaltes 5 prosent av eksterne indeksforvaltere med aktive strategier (utvidet indeksforvaltning). Ingen nye forvaltere har mottatt midler til forvaltning i første kvartal.

Omfanget av taktisk aktivaallokering er beskjedent og har ikke økt i løpet av kvartalet. Forvaltningen skjer dels ved bruk av eksterne forvaltere og dels internt i Norges Bank. Den interne forvaltningen har en portefølje som i hovedsak består av derivater, det vil si aksje- og rentefutures, og som derfor har en lav netto markedsverdi. Ingen nye forvaltere har mottatt midler til forvaltning i første kvartal.

5. Avkastningen av fondet

Inklusiv Miljøfondet hadde Petroleumsfondet i første kvartal en periodeavkastning på 0,59 prosent, målt i forhold til referanseporteføljens valutakurv. Målt i norske kroner var totalavkastningen i første kvartal $-2,05$ prosent. Det noe lavere tallet skyldes at kronen i løpet av kvartalet i gjennomsnitt styrket seg mot valutaslagene i referanseporteføljen, slik at fondets valutakurv ble mindre verdt i forhold til kronen. Dette har ingen betydning for fondets internasjonale kjøpekraft.

Tabell 5: Avkastningen i Petroleumsfondets ordinære portefølje (i prosent). Faktisk portefølje og referanseportefølje i første kvartal 2002

	Målt i fondets valutakurv		Målt i NOK		
	Faktisk portefølje	Referanseportefølje	Faktisk portefølje	Referanseportefølje	Differanse
Hele 2001	-2,43	-2,45	-5,31	-5,33	0,02
Januar	-0,59	-0,69	-1,06	-1,15	0,09
Februar	0,11	0,06	-1,80	-1,85	0,04
Mars	1,08	0,97	0,81	0,70	0,11
Første kvartal	0,59	0,34	-2,05	-2,30	0,24
Etter korreksjonsposter			-2,05	-2,34	0,28

Tabell 5 viser at Petroleumsfondets ordinære portefølje (utenom Miljøfondet) hadde samme periodeavkastning som totalfondet (medregnet Miljøfondet). Avkastningen var negativ i januar, men positiv både i februar og mars. Tabell 6 viser avkastningen av aksje- og obligasjonsporteføljene i den ordinære porteføljen hver for seg. Målt i forhold til fondets valutakurv hadde aksjeporteføljen positiv avkastning med 2,26 prosent i kvartalet, mens avkastningen for renteporteføljen var negativ med $-0,63$ prosent.

Tabell 6 viser også avkastningstall målt i amerikanske dollar, som styrket seg mot valutakurven i første kvartal. Målt i dollar var avkastningen derfor negativ med $-0,52$ prosent. Dersom vi i stedet måler mot euro finner vi en positiv periodeavkastning, med 1,53 prosent. Mot en valutakurv basert på importvekter var periodeavkastningen 0,55 prosent.

Den ordinære porteføljen hadde i første kvartal en meravkastning på 0,24 prosentpoeng i forhold til referanseporteføljen. De største bidragene kom fra eksternt aktiv aksjeforvaltning og intern aktiv renteforvaltning.

De faktiske avkastningstallene i tabell 5 og 6 er regnet med fradrag for en rekke kostnader som det ikke gjøres fradrag for ved beregning av referanseavkastningen. I første kvartal 2002 gjelder det særlig direkte transaksjons- og skattekostnader i forbindelse med innføring av kredittobligasjoner i renteporteføljen og i forbindelse med nedsalget av obligasjoner i Asia/Oceania, jfr avsnitt 4.1. Kostnadene omfatter dessuten transaksjons- og skattekostnader i forbindelse med investering av nye midler i aksjemarkedene og skatt på utbytte i enkelte land. Dersom en tar hensyn til disse kostnadskomponentene, blir referanseavkastningen i første kvartal 5 basispunkter lavere.

På den annen side inkluderer de faktiske avkastningstallene inntekter fra utlån av verdipapirer, mens referanseavkastningen ikke gjør det. Det dreier seg om kortsiktige utlån til motparter som både har høy kredittverdighet og stiller full sikkerhet for verdien av de papirer som blir lånt. Utlånsinntektene var i første kvartal på 65 millioner kroner, som utgjorde 1 basispunkt av den gjennomsnittlige totalporteføljen. Dersom dette legges til referanseavkastningen blir netto korreksjonsposter i første kvartal 2002 om lag 4 basispunkter av den gjennomsnittlige totalporteføljen i fondet. Siste linje i tabell 5 viser at Norges Banks bidrag til meravkastning dermed var på 28 basispunkter.

Tabell 6: Avkastningen i Petroleumsfondets totale portefølje i første kvartal 2002 målt mot ulike referansevalutaer (prosent)

	Aksjer	Renter	TAA	Miljø	Total
Fondets valutakurv	2,26	-0,63	2,99	1,30	0,59
Importveiet valutakurv	2,22	-0,67	2,95	1,26	0,55
Amerikanske dollar	1,12	-1,74	1,84	0,18	-0,52
Euro	3,21	0,29	3,95	2,24	1,53
Norske kroner	-0,43	-3,24	0,28	-1,36	-2,05

Tabell 7 viser at Miljøfondet i første kvartal hadde en avkastning på 1,30 prosent målt i valutakurven, og -1,36 prosent målt norske kroner. Avkastningen var 0,02 prosentpoeng lavere enn porteføljens referanseavkastning. Av dette skyldes 0,01 prosentpoeng kostnader ved innfasing av nye midler i porteføljen 31. januar. Referanseavkastningen var i første kvartal 0,14 prosentpoeng lavere enn avkastningen på en sammenlignbar referanseportefølje der ingen bedrifter var tatt ut etter miljøkriterier.

Tabell 7: Avkastningen i Miljøfondet i første kvartal 2002 (prosent)

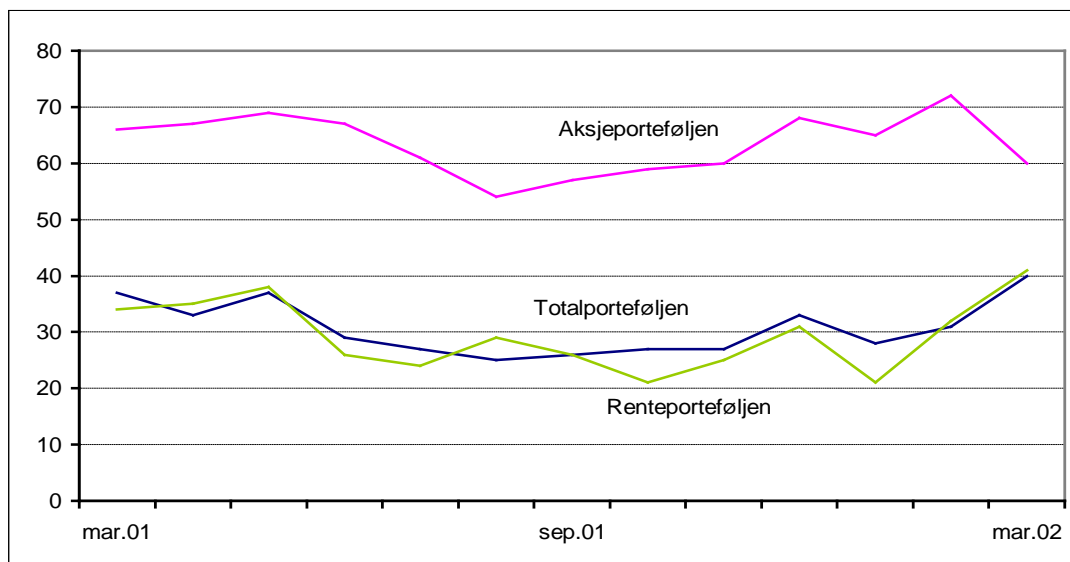
	Målt i fondets valutakurv		Målt i NOK		
	Faktisk portefølje	Referanseportefølje	Faktisk portefølje	Referanseportefølje	Differanse
Hele 2001	-18,94	-18,90	-20,83	-20,79	-0,04
Januar	-2,16	-2,15	-2,61	-2,60	-0,01
Februar	-0,96	-0,97	-2,85	-2,86	0,02
Mars	4,54	4,56	4,25	4,28	-0,02
Første kvartal	1,30	1,32	-1,36	-1,35	-0,02
Memo: Ordinær referanse med landvekter som i Miljøfondet		1,46		-1,20	

6. Risikoeksponering

Finansdepartementet har satt en grense for markedsrisikoen i den faktiske porteføljen i forhold til referanseporteføljen. Denne relative markedsrisikoen skal alltid være lavere enn 1,5 prosentpoeng (150 basispunkter) forventet relativ volatilitet, slik dette måles i risikomodellen BARRA. Figur 12 viser at den relative markedsrisikoen i første kvartal 2002 har ligget godt innenfor den øvre grensen. De avvik som er gjort

fra referanseporteføljen, har ikke brakt forventet relativ volatilitet høyere enn om lag 40 basispunkter.

Figur 12: Forventet relativ volatilitet ved hver månedslutt siste 12 måneder. Basispunkter (hundreleder av et prosentpoeng)



Den relative risikoen er betydelig høyere i aksjeforvaltningen enn i renteforvaltningen. Det har sammenheng med at aksjemarkedene svinger mer enn rentemarkedene, slik at like store posisjoner gir mer risiko i aksjeforvaltningen. Det har også sammenheng med at omfanget av aktiv forvaltning har vært noe større på aksjesiden.

Den relative markedsrisikoen i Miljøfondet ved utgangen av mars var på 44 basispunkter, målt som forventet relativ volatilitet i forhold til denne porteføljens referanse. Den øvre grensen som Finansdepartementet har fastsatt er på 100 basispunkter.

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. Jo lavere en setter grensen for markedsrisiko, desto snevrere blir båndet. Forventet relativ volatilitet på 1,5 prosentpoeng eller 150 basispunkter betyr at faktisk avkastning på en portefølje som ligger fast over tid, i to av tre år vil avvike med mindre enn 1,5 prosentpoeng fra referanseavkastningen.

Tabell 8 viser sammensetningen av obligasjonsporteføljen (renteporteføljen eksklusive kontanter) basert på kredittvurderingene til Moody's og Standard & Poor's (S&P). I tabellen er statsobligasjoner og statsgaranterte obligasjoner uten kredittvurdering gitt utstederlandets kredittvurdering. For eksempel har statsgaranterte utstedelser fra byen Kobe, denominert i USD, har fått Aa/AA, som er den japanske stats karakter ved låneopptak i fremmed valuta. Etter Finansdepartementets retningslinjer for kredittrisiko kan Petroleumsfondet normalt ikke investere i verdipapirer med lavere kredittvurdering enn Baa fra Moody's eller BBB fra S&P. Dog kan inntil 0,5 prosent av renteporteføljen være investert i papirer som vurderes til Ba fra Moody's eller til BB fra S&P. Disse retningslinjene er overholdt i første kvartal 2002.

Tabell 8: Obligasjonsporteføljen pr. 31.03.2002 fordelt etter kredittvurdering (prosent av markedsverdi)

Moody's		Standard and Poor's	
Karakter	Prosent av total	Karakter	Prosent av total
Aaa	64,48	AAA	60,59
Aa	30,15	AA	33,61
A	3,39	A	3,44
Baa	1,95	BBB	2,12
Lavere	-	Lavere	-
Ingen rating	0,03	Ingen rating	0,24

Tabell 9 gir en oversikt over andre grenser for risikoeksponering som gis i Finansdepartementets forskrift og retningslinjer for den ordinære porteføljen, og den tilpasning som faktisk har vært gjort i løpet av kvartalet. Tallene viser at forvaltningen ved utgangen av hver måned har vært innenfor grensene.

Tabell 9: Forskriftens og retningslinjenes grenser for risikoeksponering

Paragraf	Risiko	Grenser	Faktisk				
			31.03.01	30.06.01	30.09.01	31.12.01	31.03.02
§ 4	Markedsrisiko	Maksimalt 1,5 prosentpoeng relativ volatilitet	0,4	0,3	0,3	0,3	0,4
§ 5	Aktivafordeling	Obligasjoner 50-70%	60,0	60,2	60,0	59,2	57,9
		Aksjer 30-50%	40,0	39,8	40,0	40,8	42,1
§ 6	Valutafordeling	Europa 40-60%	50,9	50,0	49,9	50,4	52,8
		Amerika 20-40%	29,7	30,1	30,7	30,8	33,0
		Asia/Oceania 10-30%	19,4	19,9	19,4	18,8	14,2
	Nye markeder	< 5% av aksjeporteføljen	1,2	1,3	1,2	1,9	2,2
§ 7	Renterisiko	Modifisert durasjon 3-7	5,6	5,5	5,6	5,4	5,3
§ 8	Kredittrisiko*	Maks 20% i bankinnskudd	8,0	6,6	4,6	3,4	4,7
§ 10	Eierandel	Maks 3% av et selskap	1,0	1,1	1,7	2,0	2,6

* I tillegg til ordinære bankinnskudd er reinvestert kontantsikkerhet fra utlån av verdipapirer inkludert i tabellen. For andre grenser for kredittrisiko, se tabell 8.

7. Kostnader i forvaltningen

Tabell 10 gir en oversikt over kostnader ved forvaltningen av Petroleumsfondet i første kvartal 2002. Kostnadene består dels av honorarer til eksterne forvaltere og depotinstitusjoner og dels av Norges Banks interne driftskostnader. Norges Bank Kapitalforvaltning forvalter foruten Petroleumsfondet også 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 også alle støttefunksjoner utført i Norges Bank utenom Kapitalforvaltningen. Omfanget av den siste typen kostnader er beregnet etter de retningslinjer som gjelder for forretningsdrift i Norges Bank.

Omregnet til årsrate utgjør kostnadene i tabellen 0,12 prosent (12 basispunkter) av gjennomsnittlig portefølje for aksjer og 0,04 prosent (4 basispunkter) av gjennomsnittlig portefølje for obligasjoner. For taktisk allokering har en slik pris liten mening, fordi forvaltningen i hovedsak drives med utgangspunkt i aksje- og renteporteføljene, og slik at de egne porteføljene er små i forhold til risikotakingen.

I tillegg til kostnadene ovenfor kommer avkastningsavhengige honorarer til eksterne aksjeforvaltere med 16 millioner kroner (2 basispunkter av gjennomsnittlig aksjeportefølje) og avkastningsavhengige honorarer til eksterne renteforvaltere med 1 million kroner. Beløpene bestemmes av forvalternes samlede meravkastning over de fire siste kvartalene. Medregnet disse avkastningsavhengige honorarene utgjør aksjekostnadene 14 basispunkter og rentekostnadene 4 basispunkter av gjennomsnittlige delporteføljer.

Tabell 10: Forvaltningskostnader i første kvartal (i 1000 kroner og annualiserte basispunkter av gjennomsnittlig portefølje)

	Første kvartal 2002		Første kvartal 2001	
	1000 kroner	Basispunkter	1000 kroner	Basispunkter
Honorar til eksterne aksjeforvaltere, eksklusive avkastningsavhengige honorarer	35 569		19 786	
Kostnader til aksjedepot og oppgjør	9 570		9 500	
Interne kostnader i aksjeforvaltningen	27 887		15 127	
Sum aksjeforvaltning	73 026	12	44 413	12
<i>Avkastningsavhengige honorarer til eksterne aksjeforvaltere</i>	<i>16 083</i>		<i>12 275</i>	
Honorar til eksterne renteforvaltere, eksklusive avkastningsavhengige honorarer	4 858		4 304	
Depotkostnader renter	5 019		3 920	
Interne kostnader i renteforvaltningen	25 673		11 577	
Sum renteforvaltning	35 549	4	19 801	4
<i>Avkastningsavhengige honorarer til eksterne renteforvaltere</i>	<i>1 274</i>		<i>602</i>	
Honorar til eksterne forvaltere taktisk allokering	1 850		2 338	
Depotkostnader taktisk allokering	172		289	
Interne kostnader i taktisk allokering	768		3 290	
Sum taktisk allokering	2 790	-	5 917	-
Sum forvaltningskostnader, eksklusive avkastningsavhengige honorarer	111 365	7	70 131	7
Sum alle forvaltningskostnader	128 722	8	83 007	9

For hele porteføljen inklusive taktisk allokering er forvaltningskostnadene, eksklusive avkastningsavhengige honorarer og regnet som årsrate, på 7 basispunkter av gjennomsnittlig markedsverdi hittil i år.

Forvaltningsavtalen mellom Finansdepartementet og Norges Bank fastsetter prinsippene for den godtgjøring Norges Bank skal motta for å forvalte Petroleumsfondets porteføljer. For 2002 skal godtgjøringen være lik de faktiske forvaltningskostnadene, innenfor en øvre grense på 10 basispunkter av gjennomsnittlig forvaltningskapital. Honorarer til eksterne forvaltere som følger av oppnådd meravkastning skal likevel dekkes utover denne øvre grensen. Avtaler om avkastningsavhengige honorarer er inngått med de fleste eksterne aktive forvaltere etter prinsipper som er godkjent av Finansdepartementet.

8. Regnskapsrapportering

Tabell 11 viser fordelingen på ulike instrumenter slik den fremtrer i Norges Banks regnskap ved utløpet av de fem siste kvartalene. Tabell 12 viser bokført avkastning, som i første kvartal var på –12 541,5 millioner kroner før forvaltningsgodtgjøringen til Norges Bank trekkes fra.

Regnskapstallene bygger på handleriktige beholdninger (med unntak av kontanter). Tallene angir markedsverdier basert på kvalitetssikrede priser. Plasseringene i utenlandsk valuta er omregnet til norske kroner etter markedskurser pr 28. mars notert av WM Reuters i London. Regnskapsført verdi av Petroleumsfondets portefølje avviker fra markedsverdien i tabell 4 ovenfor fordi forvaltningsgodtgjøringen ikke er trukket fra der, og fordi det brukes avvikende vurderingsprinsipper på noen punkter, jf vedlegget om metodegrunnlag for avkastningsberegningene. Tilsvarende er det små avvik i avkastningstallene.

Utenom balansen var det pr 31. mars kjøpt børsnoteerte futurekontrakter med en samlet markedsverdi på 58 657,2 millioner kroner og solgt børsnoteerte futurekontrakter med en samlet markedsverdi på 45 602,4 millioner kroner. Det var kjøpt rentebytteavtaler med en samlet markedsverdi på 73 559,6 millioner kroner og solgt rentebytteavtaler med en samlet markedsverdi på 73 068,0 millioner kroner. Det var videre kjøpt og solgt ulike valutaer på termin med en samlet kontraktsverdi på 15 213,3 millioner kroner.

Inntekter og kostnader i valuta er i tabell 12 omregnet til norske kroner etter kursen på handletidspunktet og periodisert i henhold til regnskapsprinsippet.

Tabell 11: Petroleumsfondets internasjonale portefølje pr 31. mars 2002 fordelt på instrumenter (1000 kroner)

	31.03.01	30.06.01	30.09.01	31.12.01	31.03.02
Kortsiktige fordringer inkl. innskudd i utenlandske banker	44 121 194	34 887 205	42 406 244	20 002 123	16 024 677
Pengemarkedsplasseringer i utenlandske finansinstitusjoner mot sikkerhet i verdipapirer	111 282 119	106 908 470	105 857 427	121 848 011	117 783 989
Innlån fra utenlandske finansinstitusjoner mot sikkerhet i verdipapirer	-132 289 675	-103 543 138	-117 779 691	-119 092 695	-130 281 198
Utenlandske rentebærende verdipapirer	260 290 423	297 907 551	322 464 755	350 008 902	365 329 261
Utenlandske aksjer	141 639 807	186 712 315	194 013 322	240 884 381	256 209 363
Reguleringer av terminkontrakter	-121 631	-37 496	14 053	39 018	4 703
Total portefølje før forvaltningsgodtgjøring	424 922 237	522 834 907	546 976 110	613 689 740	625 070 795
Påløpt forvaltningsgodtgjøring	-80 338	-159 459	-253 831	-372 255	-130 000
Total portefølje regnskapsført verdi	424 841 899	522 675 448	546 722 279	613 317 485	624 940 795

Tabell 12: Bokført avkastning av Petroleumsfondets internasjonale portefølje pr 31. mars 2002 (1000 kroner)

Bokført avkastning	31.03.01	30.06.2001	30.09.01	31.12.01	31.03.02
Rentelementer	3 118 589	6 754 056	10 732 345	14 911 191	4 927 613
Dividende	524 548	1 579 770	2 246 593	2 738 851	1 071 776
Valutakursregulering	-6 373 350	-2 554 261	-8 483 760	-16 242 683	-16 637 801
Urealisert verdipapirtap/gevinst	-14 851 795	-13 870 491	-41 743 938	-19 308 721	3 344 879
Realisert verdipapirgevinst	1 054 981	-284 868	-2 757 605	-4 190 744	-5 350 807
Kurtasje	-11 947	-26 080	-40 087	-48 960	-2 487
Resultat terminhandel valuta	1 452	-6 077	-3 362	1 477	-214
Gevinst/tap futures	-185 668	-402 570	-2 619 463	-1 816 099	105 566
Bokført avkastning på plasseringer	-16 723 190	-8 810 521	-42 669 277	-23 955 688	-12 541 475
Påløpt forvaltningsgodtgjøring	-80 338	-159 459	-253 831	-372 255	-130 000
Netto avkastning markedsverdi	-16 803 528	-8 969 980	-42 923 108	-24 327 943	-12 671 475

VEDLEGG: METODEGRUNNLAG FOR AVKASTNINGSBEREGNINGENE¹

Avkastningen beregnes etter markedsverdiprinsippet, det vil si at porteføljenes inngangs- og utgangsverdier verdsettes til de aktuelle markedspriser ved hhv. beregningsperiodens begynnelse og slutt. I avkastningsberegningene er rentekostnader/-inntekter, aksjeutbytte, kildeskatt, beholdningsendringer og verdipapirprisendringer periodisert. Handedato benyttes ved periodisering av inngåtte, ikke oppgjorte transaksjoner. Avkastningen sammenlignes med avkastningen på den fastsatte referanseporteføljen. Differanseavkastningen fremkommer som en aritmetisk differanse mellom den faktiske porteføljen og referanseporteføljen.

For en portefølje der det skjer inn- og utbetalinger bør tidsvektet metode benyttes ved avkastningsberegningene. Metoden krever at man beregner markedsverdien av porteføljen ved hvert tidspunkt for inn-/utbetaling og finner avkastningen som endring i markedsverdi fra det ene tidspunktet til det andre. Slik finner man på hvert tidspunkt en indeks for markedsverdien i forhold til forrige kontantstrømtidspunkt. Ved å multiplisere disse indekstallene for de enkelte delperioder avleder man avkastningen for den totale perioden. Kontantstrømsene vil dermed kun bidra til avkastningen fra og med tidspunktet for inn-/utbetaling¹.

Norges Bank har foreløpig kvalitetssikrede markedsverdier kun ved månedsslutt², og beregner derfor ikke tidsvektet avkastning internt i måneden. I stedet benyttes en pengevektet metode (modifisert Dietz metode) der den prosentvise månedlige avkastningen beregnes ved å fordele de enkelte kontantstrømmer på inngangs- og utgangsverdi. Avkastningen finnes ved å dividere porteføljens justerte utgangsverdi på den justerte inngangsverdien³.

Modifisert Dietz metode kan beskrives ved følgende formel:

$$R_M = \left[\left(\frac{MV_E - \frac{\sum i \cdot K_i}{T}}{MV_B + \frac{\sum (T - i) \cdot K_i}{T}} \right) - 1 \right] \cdot 100$$

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

² Norges Bank beregner også daglige markedsverdier, men disse er foreløpig ikke tilfredsstillende kvalitetssikret. Det arbeides kontinuerlig for å oppnå kvalitetssikrede daglige markedsverdier.

³ Det forekommer ikke tilførsler til/uttrekk fra Statens petroleumsfond innad i en måned, og det forekommer heller ikke overføringer mellom rente- og aksjeporteføljen innad i en måned. Dette betyr at den månedlige avkastningen som beregnes for totalfondet, renteporteføljen og aksjeporteføljen vil være uavhengig av hvilken avkastningsmetode som benyttes (modifisert Dietz eller tidsvektet metode). Ved beregning av avkastning for delporteføljer (valutaporteføljer og enkeltmandater) vil man kunne få forskjeller i avkastning avhengig av hvilken metode man benytter.

der	R_M	= Pengevektet avkastning i perioden (i prosent)
	MV_B	= Inngangsverdi
	MV_E	= Utgangsverdi
	T	= Antall dager i perioden
	i	= Dagnummer for kontantstrøm K_i
	K_i	= Kontantstrøm på dag nr. i

For lengre perioder, som kvartals-, års- og hittil i år avkastning, benyttes geometrisk avkastning. Det vil si at avkastningsindeksene for hver delperiode multipliseres. Denne avkastningen er således en tidsvektet avkastning av de enkelte måneders avkastning.

Avkastningen beregnes både i norske kroner og i lokal valuta. Den totale avkastningen i norske kroner beregnes ved å summere markedsverdien for alle enkeltvalutaer målt i norske kroner og fordele totale kontantstrømmer i norske kroner som beskrevet i formelen ovenfor. WM/Reuters valutakurser⁴ benyttes ved omregning fra lokal valuta til norske kroner.

Referanseporteføljens kroneavkastning beregnes som den geometriske differansen mellom avkastningen i norske kroner og lokal valuta, målt i referanseporteføljens valutafordeling. Den forteller hvor mye kronen har appresiert/depresiert målt mot referanseporteføljens valutafordeling.

Avkastningsberegningene utføres i separate modeller som avstemmes mot regnskapssystemet. Avvik i beregnet avkastning mellom avkastningsmodellene og regnskapet forekommer på grunn av ulike vurderingsprinsipper, for eksempel i behandlingen av opptjente renter og av ikke tilbakebetalt kildeskatt. I regnskapet blir det dessuten foretatt avsetninger til dekning av forvalterhonorar til Norges Bank.

Referanseporteføljen

Referanseporteføljen består av en aksjereferanse og en rentereferanse, som bygger på internasjonalt anerkjente markedsindekser. I den strategiske referanseporteføljen er aktivafordelingen 60 prosent i renteinstrumenter og 40 prosent i aksjer. Petroleumsfondets faktiske referanseportefølje vil i perioder mellom to fulle rebalanseringer bevege seg bort i fra de fastsatte vektene i den strategiske referanseporteføljen som følge av den faktiske markedsutviklingen innenfor hver av aktivaklassene. I forbindelse med månedlige tilførsler til Petroleumsfondet foretas en delvis rebalansering av den faktiske referanseporteføljen, slik at aktivasetningen i denne i størst mulig grad bringes tilbake til de strategiske vektene.

Aksjereferansen

Aksjereferanseporteføljen bygger på markedsindeksen FTSE All-World Index. Den er fordelt på de tre regionene Europa, Amerika og Asia/Oceania. I den strategiske referanseporteføljen er fordelingen på regionene henholdsvis 50 prosent, 30 prosent og 20 prosent. Aksjeinvesteringene innen hver region fordeles på godkjente land⁵

⁴ WM/Reuter Closing Spot Rates, fastsettes klokken 16:00 London tid.

⁵ Jf. Forskrift for forvaltningen av Statens Petroleumsfond av 3. oktober 1997, §6.

etter markedsverdier målt ved FTSE-indeksen. Land- og regionsvektene i den faktiske referanseporteføljen følger markedsutviklingen, men vil i forbindelse med de månedlige tilførsle i størst mulig grad bringes tilbake til de strategiske vektene.

Prinsippene for sammensetningen av FTSE-indeksen er beskrevet i "Ground Rules for the Management of the FTSE All-World Index, Version 1.7 June 2001".

Miljøfondets referanseportefølje består av de selskapene i FTSE All-World Index som oppfyller nærmere bestemte krav til miljørapportering eller miljøstyringssystem. Referanseporteføljen omfatter de samme land som den ordinære aksjereferansen, med unntak for fem framvoksende markeder. Det er det britiske konsultentselskapet Ethical Investment Research Service (EIRIS) som har fått i oppdrag fra Finansdepartementet å identifisere disse selskapene. Regionsvektene i Miljøfondet rebalanseres ikke, men følger markedsutviklingen i referanseporteføljen.

Rentereferansen

Rentereferanseporteføljen bygger på Lehman Global Aggregate Index (LGA). Den er fordelt på de tre regionene Europa, Nord-Amerika og Asia. I den strategiske referanseporteføljen er fordelingen på regionene henholdsvis 55 prosent, 35 prosent og 10 prosent. Innenfor hver region fordeles investeringene på godkjente land etter markeds kapitaliseringsvekter målt ved Lehman-indeksen. Det er imidlertid gjort et unntak for Japan, der markeds kapitaliseringen gis vekt 0,25. Den faktiske referanseporteføljens land- og regionsvekter følger markedsutviklingen, men vil i forbindelse med de månedlige tilførsle i størst mulig grad bringes tilbake til de strategiske vektene. Prinsippene for sammensetningen av LGA-indeksen finnes i "Guide to Lehman Family of Indices" (February 2002).