

# Forvaltning av Statens petroleumsfond

## Rapport for andre kvartal 2003

### Sammendrag

I andre kvartal 2003 var periodeavkastningen av Statens petroleumsfond 7,74 prosent målt i den valutakurven som svarer til sammensetningen av Petroleumsfondets referanseportefølje. Samlet for første halvår 2003 var avkastningen 5,90 prosent.

Avkastningen på aksjeporteføljen var i andre kvartal 15,56 prosent målt i referanseporteføljens valutakurv. Aksjekursene i alle de tre hovedmarkedene steg gjennom kvartalet. Renteporteføljen hadde også positiv avkastning i kvartalet, med 2,77 prosent målt i valutakurven.

I andre kvartal 2003 var avkastningen på Petroleumsfondets ordinære portefølje 0,07 prosentpoeng høyere enn avkastningen på den referanseporteføljen som Finansdepartementet har definert. Samlet for første halvår 2003 var meravkastningen på 0,31 prosentpoeng.

Miljøfondet hadde i andre kvartal 2003 en avkastning på 15,32 prosent målt i referanseporteføljens valutakurv. Samlet for første halvår 2003 var avkastningen på 5,86 prosent.

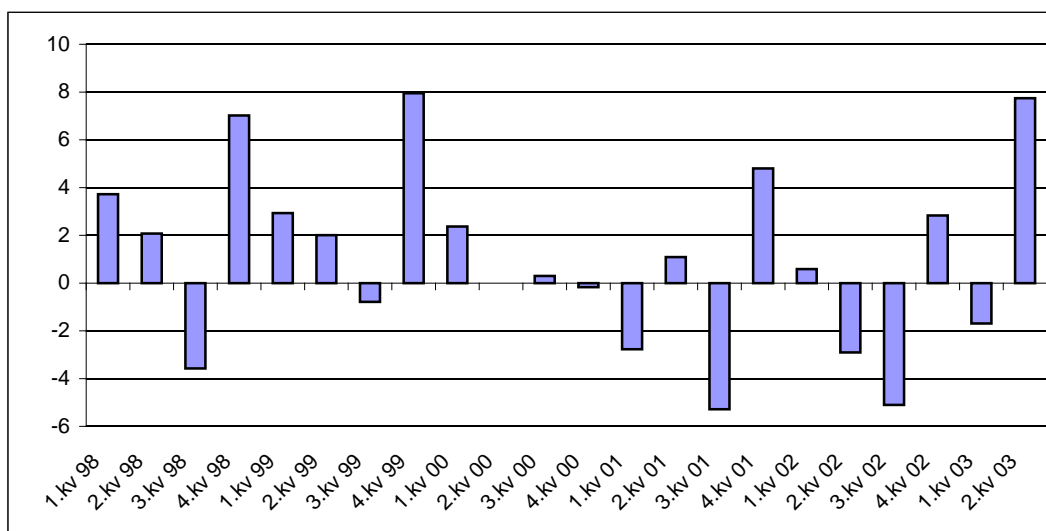
Petroleumsfondets internasjonale aksje- og obligasjonsporteføljer ble tilført nye midler for 23,1 milliarder kroner i løpet av kvartalet. Markedsverdien av fondets samlede verdipapirportefølje var 775 milliarder kroner ved utgangen av andre kvartal, som er en økning på 93 milliarder i løpet av kvartalet og en økning på 166 milliarder siden årsskiftet.

Økningen i markedsverdien skyldes både positiv avkastning, tilførsel av nye midler og svekkelse av kronekursen mot de valutaer fondet er investert i. Svekkelsen av kronekursen utgjorde i første halvår om lag 59 milliarder kroner. Dette har ingen betydning for fondets internasjonale kjøpekraft. Tilførselen av nye midler var på 66 milliarder kroner, mens avkastningen på investerte midler målt i internasjonal valuta utgjorde om lag 41 milliarder.

## 1. Hovedtall

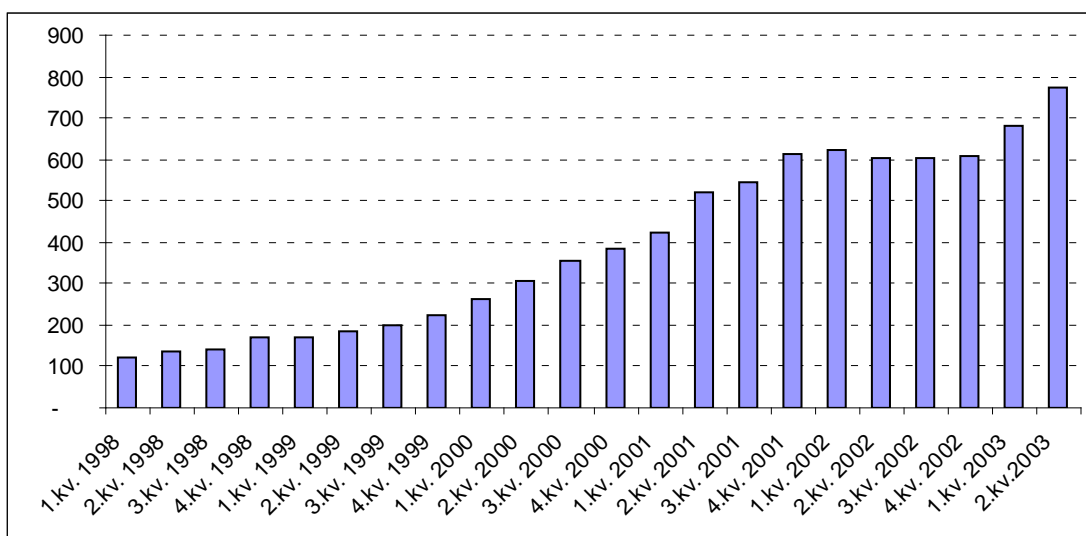
Avkastningen i andre kvartal 2003 var positiv med 7,74 prosent, målt i den valutakurven som svarer til sammensetningen av fondets referanseportefølje. Figur 1 viser at siden fondet første gang investerte i aksjer i 1998 har bare fjerde kvartal 1999 gitt høyere avkastning enn dette siste kvartalet.

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



Figur 2 viser at Petroleumsfondet siden 1. januar 1998 har vokst fra 113 til 775 milliarder, regnet i norske kroner. Tidsprofilen i verdiutviklingen er sterkt påvirket av svingninger i kronekursen. Med uendret kronekurs overfor investeringsvalutaene ville verdistigningen for eksempel vært mye sterkere i 2002. Men til sammen over hele perioden svarer verdiutviklingen i norske kroner omtrent til utviklingen i internasjonal kjøpekraft, det vil si verdien målt i fondets valutakurv.

**Figur 2: Markedsverdien av Petroleumsfondet 1998-2003, målt i milliarder norske kroner**



Fondets årlige netto realavkastning (etter fradrag for forvaltningskostnader og prisstigning) har siden 1. januar 1997 vært på 3,23 prosent. Tabell 1 viser avkastningen fram til utgangen av andre kvartal 2003, regnet som årsrate fra 1. januar i hvert av årene 1997-2002. Prisveksten er et vektet gjennomsnitt av prisveksten i de land som er med i den referanseporteføljen som Finansdepartementet har fastsatt.

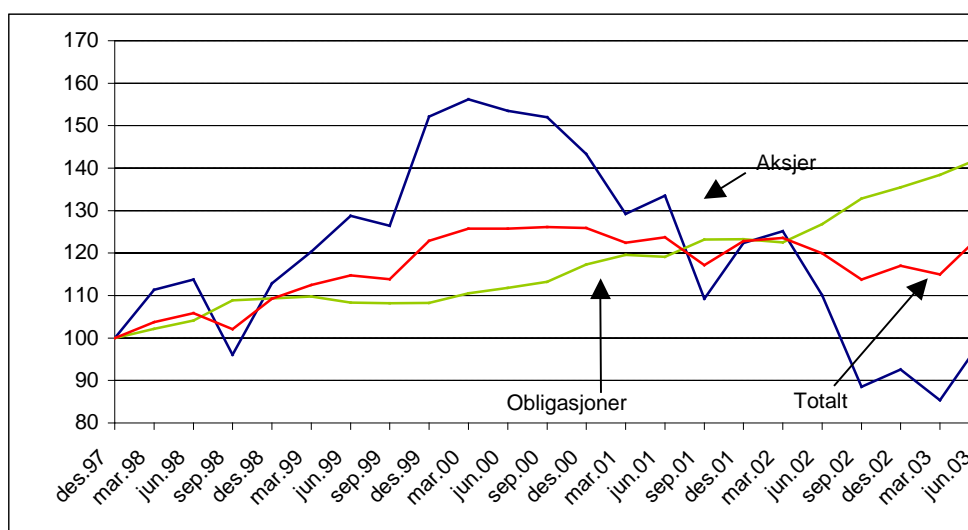
Høyre kolonne i tabellen viser at brutto meravkastningen i gjennomsnitt har vært på 0,41 prosentpoeng pr. år. Dette er avviket mellom avkastningen på den faktiske porteføljen og avkastningen på referanseporteføljen, regnet som aritmetisk differanse og deretter omregnet til årsrate. Ved denne beregningen er referanseavkastningen korrigert for kostnader som påløper ved drift av porteføljen, se avsnitt 5.

**Tabell 1: Årlige avkastningsrater for Petroleumsfondet (inkludert Miljøfondet) fram til utgangen av andre kvartal 2003, målt i fondets valutakurv. Prosent pr. år**

	Brutto årlig avkastning	Årlig prisvekst	Årlige forv. kostnader	Årlig netto realavkastning	Årlig brutto meravkastning
Fra 01.01.97	4,76	1,52	0,08	3,23	0,41
Fra 01.01.98	3,99	1,48	0,08	2,51	0,42
Fra 01.01.99	2,85	1,60	0,08	1,25	0,47
Fra 01.01.00	0,27	1,70	0,08	-1,43	0,28
Fra 01.01.01	-0,61	1,55	0,08	-2,17	0,28
Fra 01.01.02	0,62	1,81	0,09	-1,19	0,36

Figur 3 viser akkumulert avkastning fra 1. januar 1998 for rente- og aksjeporteføljene hver for seg. I løpet av disse 22 kvartalene har aksjeinvesteringene nominelt gitt en akkumulert negativ avkastning med -1,3 prosent, mens obligasjonsinvesteringene har gitt positiv avkastning med 42,2 prosent.

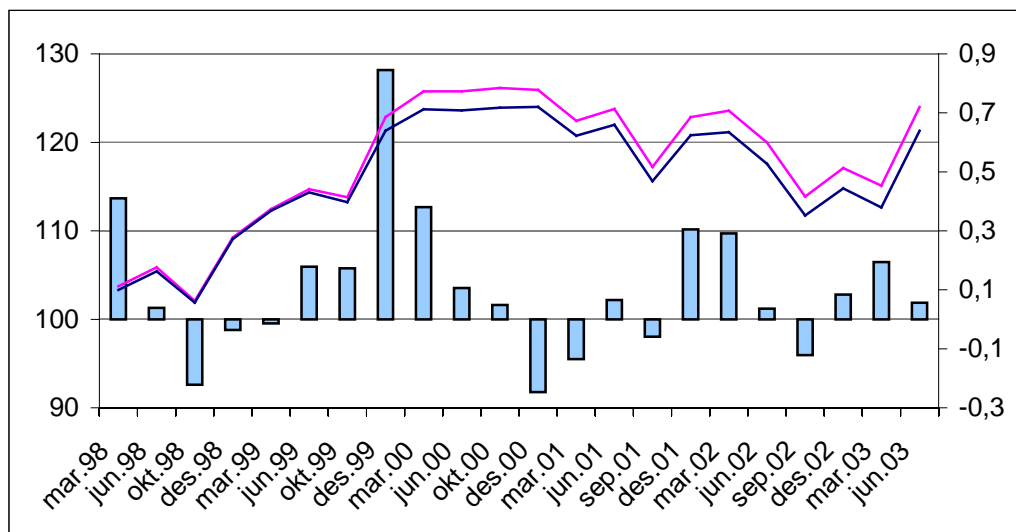
**Figur 3: Indeks for akkumulert avkastning av delporteføljene i Petroleumsfondet (aksjer inkl. Miljøfondet) 1998-2003. Fondets valutakurv pr 31. desember 1997=100**



Figur 4 viser akkumulert avkastning for Petroleumsfondet siden 1. januar 1998. Fram til utgangen av andre kvartal 2003 har avkastningen vært 24,0 prosent. I det samme tidsrommet har avkastningen på referanseporteføljen vært 21,3 prosent. Forskjellen mellom den faktiske avkastningen og avkastningen på referanseporteføljen er den

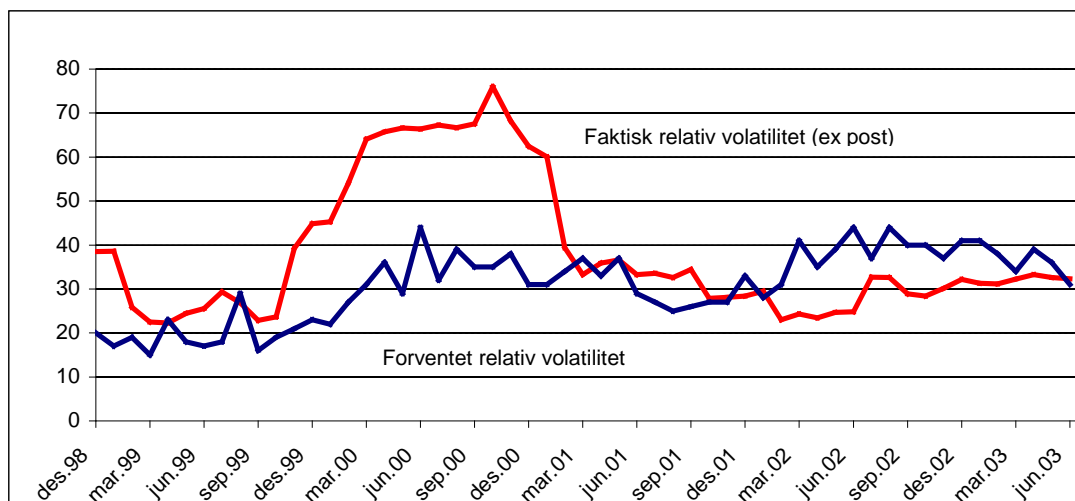
meravkastningen som Norges Bank har oppnådd. Siden 1998 har den akkumulerte brutto meravkastningen vært på til sammen 2,7 prosentpoeng, som i beløp svarer til 7,5 milliarder kroner.

**Figur 4: Indeks for akkumulert faktisk avkastning og referanseavkastning 1998-2003 (venstre akse) og kvartalsvis brutto meravkastning i prosentpoeng (høyre akse) NY**



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 (dvs. variasjonen i 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 månedlig differanseavkastning siste 12 måneder. Tall i basispunkter (hundredeler av ett prosentpoeng)**



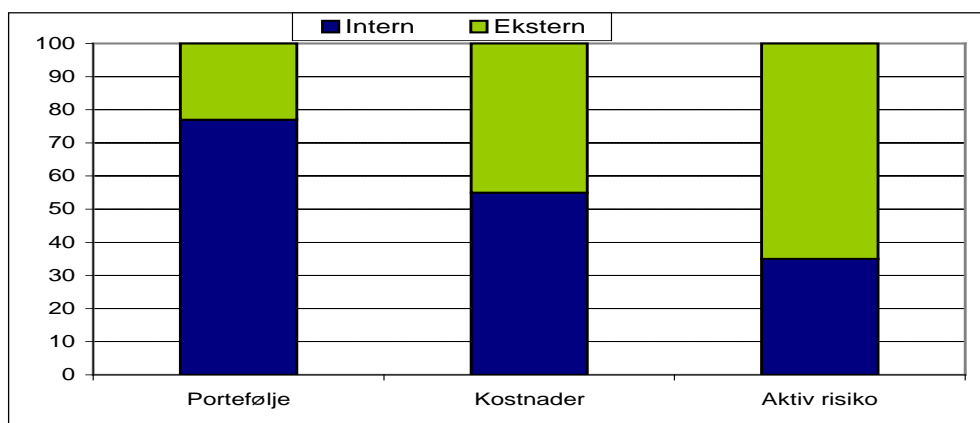
Både forventet volatilitet og faktisk volatilitet kan svinge mye også ved uendret grad av aktiv forvaltning. Dette skyldes at målene påvirkes av ulike trekk i markedsutviklingen, som for eksempel endringer i volatiliteten i markedene og i korrelasjoner mellom de ulike aktivklasser og verdipapirer. Relativ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

Informasjonsraten er et vanlig mål for hvor dyktige operative forvaltere er. Informasjonsraten er forholdstallet mellom brutto meravkastning pr år og relativ markedsrisiko (her målt som faktisk standardavvik for differanseavkastningen). Som gjennomsnitt fra andre kvartal 1998 til og med andre kvartal 2003 har informasjonsraten for fondet vært på 1,01 målt som årsrate. Norges Banks målsetting 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 andre kvartal ble 23 prosent av Petroleumsfondet forvaltet av eksterne forvaltere. Samtidig utgjorde kostnadene ved ekstern forvaltning 45 prosent av de samlede forvaltningskostnadene. Markedsrisikoen i den eksterne forvaltningen utgjorde rundt 65 prosent av den samlede risiko knyttet til forvaltningen.

Markedsrisikoen som tas av eksterne forvaltere er i all hovedsak knyttet til aktiv forvaltning, mens risikoen i intern forvaltning i stor grad er knyttet til utvidet indeksering. Aktiv forvaltning er klart dyrere enn indeksering, og det forklarer i noen grad at enhetskostnadene i den eksterne forvaltningen er langt høyere enn i den interne. Men også sammenlignbar forvaltning er billigere hos interne enn hos eksterne forvaltere. Kapasiteten til aktiv forvaltning internt er imidlertid begrenset, og eksterne forvaltere brukes til å oppnå tilstrekkelig bredde og omfang i risikotakingen.

**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 (VaR) i interne og eksterne mandater, uten hensyn til korrelasjon mellom de ulike mandatene.

## 2. Mandat

Norges Bank forvalter Petroleumsfondet i samsvar med forskrift fastsatt av Finansdepartementet 3. oktober 1997, og siste gang endret 18. desember 2002 med virkning fra 1. januar 2003. Da ble reglene om regionfordelingen for aksjer endret ved at de to regionene Amerika og Asia/Oseania ble slått sammen til en region. Etter dette sier forskriften at aksjer notert på børser i Europa og aksjer notert på børser i Amerika, Asia og Oseania hver skal utgjøre mellom 40 og 60 prosent av den ordinære aksjeporteføljen.

Samtidig ble den langsiktige (strategiske) referanseporteføljen for aksjer endret slik at det nå skal være markedsverdivekter mellom alle selskaper i den nye regionen utenfor Europa. Denne endringen gjennomføres i flere steg. Den vil føre til at det i Petroleumsfondets referanseportefølje blir like store eierandeler i selskaper notert ved børsene i Amerika, Asia og Oseania. Eierandelen i europeiske selskaper vil fortsatt være noe høyere enn i selskaper notert ved børser utenfor Europa.

Den strategiske referanseporteføljen som Finansdepartementet har fastlagt for Petroleumsfondet 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. Aksjer skal utgjøre 40 prosent av referanseporteføljen for Petroleumsfondet utenom Miljøfondet, mens obligasjoner skal utgjøre 60 prosent. Innenfor aksjedelen av referanseporteføljen utgjør papirer notert på børser i Europa og i Amerika/Asia/Oseania hver 50 prosent. Innenfor obligasjonsdelen er andelene 55 prosent i Europa, 35 prosent i Amerika og 10 prosent i Asia/Oseania.

Finansdepartementet endret referanseporteføljen for obligasjonsdelen i brev av 8. mai, slik at den i Asia/Oseania nå bare omfatter statsobligasjoner. Begrunnelsen var at markedene for ikke-statsgaranterte rentebærende papirer er svært begrenset og lite likvide i denne regionen, slik at det kan oppnås en operativ forenkling i forvaltningen uten at forventet avkastning og risiko påvirkes vesentlig.

Aktivaklasse- og regionvektene i den faktiske referanseporteføljen avviker vanligvis noe fra de strategiske vektene som er beskrevet ovenfor. De faktiske vektene endres fortløpende som følge av endringer i markedsprisene på de papirer som inngår i referanseporteføljen. De månedlige tilførselene av nye midler til Petroleumsfondet brukes til å bringe aktivaklasse- og regionvektene så langt tilbake mot de opprinnelige vektene som mulig, men ikke slik at det blir nødvendig å selge noe fra den eksisterende porteføljen. Dermed kan det også etter tilførsel av nye midler være avvik mellom den strategiske og den faktiske referanseporteføljen. Den siste er det løpende grunnlaget for risikostyringen og resultatmålingen i Petroleumsfondet. Bare dersom den faktiske referanseporteføljen over tid ligger for langt fra den strategiske referanseporteføljen skal den faktiske referanseporteføljen bringes helt tilbake til den strategiske.

Vektene i den faktiske og strategiske referanseporteføljen ved utgangen av kvartalet er vist i tabell 2. Vektene i obligasjonsreferansen gjelder den valuta obligasjonene lyder på. Det er derfor ikke oppgitt andeler for hvert land innen euro-området.

**Tabell 2: Referanseportefølje pr 30. juni 2003 for Petroleumsfondets ordinære portefølje (eksklusive Miljøfondet). Tall i prosent**

Land for aksjereferansen Valuta for rentereferansen	Aksjer		Obligasjoner	
	Strategisk referanse portefølje	Faktisk referanse portefølje	Strategisk referanse portefølje	Faktisk referanse portefølje
<b>Vekt aktivklasser</b>	<b>40,0</b>	<b>41,2</b>	<b>60,0</b>	<b>58,8</b>
Belgia		0,7		
Finland		1,1		
Frankrike		6,8		
Hellas		0,4		
Irland		0,5		
Italia		3,0		
Nederland		3,5		
Portugal		0,3		
Spania		2,7		
Tyskland		4,8		
Østerrike		0,2		
<i>Euro-området (EUR)</i>		24,1		47,1
Storbritannia (GBP)		18,3		5,8
Danmark (DKK)		0,6		0,9
Sveits (CHF)		5,0		0,6
Sverige (SEK)		1,6		0,8
Tyrkia		0,1		
<b>Sum Europa</b>	<b>50,0</b>	<b>49,7</b>	<b>55,0</b>	<b>55,3</b>
USA (USD)		35,2		32,8
Brasil		0,2		
Canada (CAD)		1,6		2,1
Mexico		0,3		
<b>Sum Amerika</b>			<b>35,0</b>	<b>34,9</b>
Australia (AUD)		2,0		0,7
Hong Kong		0,9		
Japan (JPY)		7,6		8,6
New Zealand (NZD)		0,1		0,2
Singapore (SGD)		0,3		0,3
Sør-Korea		0,9		
Taiwan		1,1		
<b>Sum Asia / Oseania</b>			<b>10,0</b>	<b>9,8</b>
<b>Sum Amerika / Asia / Oseania</b>	<b>50,0</b>	<b>50,3</b>		

Finansdepartementet har satt en grense for den markedsrisiko Petroleumsfondet kan ha i forhold til referanseporteføljen. I den ordinære porteføljen skal den relative markedsrisikoen, målt som forventet relativ volatilitet i risikostyringssystemet Risk Manager, alltid være lavere enn 1,5 prosentpoeng. Begrepet relativ volatilitet er nærmere forklart i kapittel 6 nedenfor.

Miljøfondet er en særskilt aksjeportefølje i Petroleumsfondet. Den kan investeres i de samme landene som den ordinære aksjeporteføljen, med unntak for framvoksende markeder. Miljøfondets referanseportefølje er i hvert land den samme som for den ordinære aksjeporteføljen, med unntak av at bare selskaper som oppfyller nærmere bestemte krav til miljørapportering eller miljøstyringssystemer inkluderes. Kravene til miljørapportering og miljøsertifisering er bestemt av Finansdepartementet. Basert på disse kravene blir alle selskapene i referanseporteføljen en gang i kvartalet gjennomgått av et eksternt konsulentfirma valgt av Finansdepartementet.

Miljøfondets referanseportefølje hadde ved etableringen i 2001 samme fordeling på hovedregionene Europa, Amerika og Asia/Oseania som den ordinære

referanseporteføljen den gang hadde. Over tid flyter regionvektene med utviklingen i markedsverdiene, og vektene blir ikke på noe tidspunkt styrt tilbake til de opprinnelige. For Miljøfondet er grensen for relativ markedsrisiko i forvaltningen satt til 1 prosentpoeng.

### 3. Markedsutviklingen

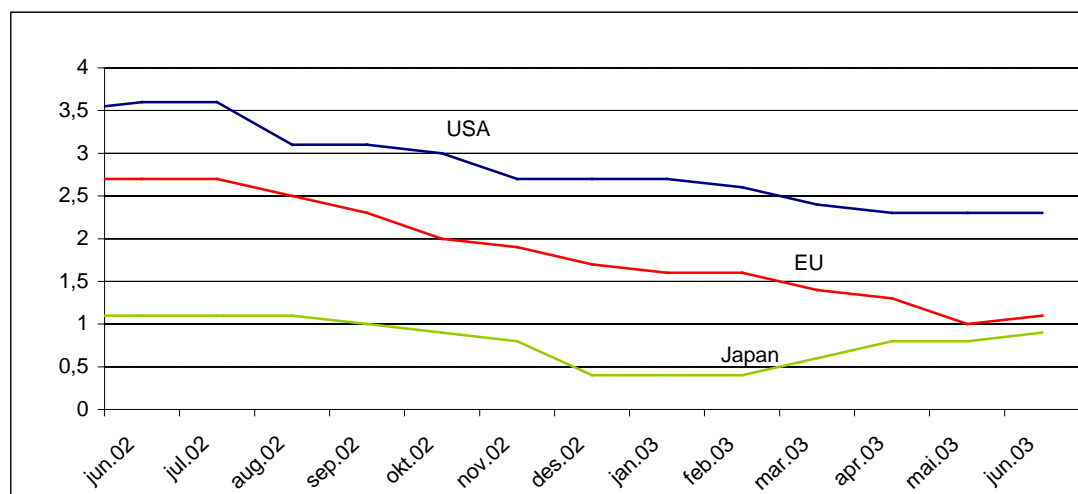
#### 3.1. Hovedtrekk

Vekstutsiktene for Europa er svekket ytterligere gjennom andre kvartal. Ved utgangen av kvartalet viste gjennomsnittet av mange økonomers prognoser en forventet vekst på rundt én prosent for 2003, se figur 7. Forventet vekstrate i USA har i løpet av våren stabilisert seg i overkant av to prosent. I Japan har forventet vekstrate stabilisert seg i underkant av én prosent.

I USA har lave renter ført til økt refinansiering av boliglån og økt boligbygging. Det er videre vedtatt skattelettelser som forventes å øke forbruksetterspørselen utover høsten. Næringslivet viser imidlertid fortsatt svak vilje til å øke investeringene. Dollaren har svekket seg, særlig mot euro. Dette gir vekstimpulser til amerikansk eksportindustri.

Den underliggende inflasjonsraten i USA ligger nå rundt 1,5 prosent og er fremdeles fallende. Den amerikanske sentralbanken har ved flere anledninger signalisert bekymring for at inflasjonen skal bli for lav. 25 juni satte sentralbanken ned styringsrenten fra 1,25 til 1 prosent, med faren for deflasjon som en hovedbegrunnelse.

**Figur 7: Forventet prosentvis vekst i bruttonasjonalproduktet i 2003 i USA, EU og Japan, målt på ulike tidspunkter siste 12 måneder**



Kilde: Consensus Economics Inc.



I Europa er styrkingen av euroen en viktig del av forklaringen på nedjusteringen av vekstutsiktene. Den europeiske sentralbanken sikter mot en inflasjon i underkant av to prosent, mens den faktiske inflasjonsraten nå svinger rundt et litt høyere nivå. Den kraftige styrkingen av euroen er en ulempe for europeisk eksportindustri, men vil på den annen side bidra til å få inflasjonen ned. Den europeiske sentralbanken satte 5. juni ned styringsrenten fra 2,5 til 2 prosent.

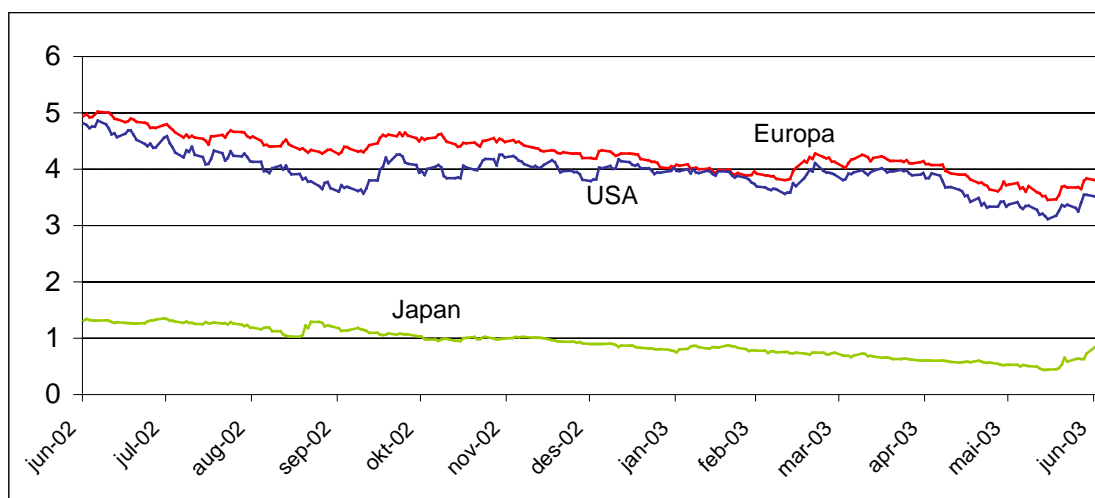
Forventet vekst i Japan ligger under en prosent etter en oppjustering i første kvartal. Yen har styrket seg mot dollar, men har svekket seg mot euro. Dette har, sammen med sterk etterspørsel etter japanske varer i Asia, bedret utsiktene for økonomisk vekst noe.

### 3.2. Rentemarkedene

Obligasjonsrentene i de tre hovedregionene USA, Japan og Europa har hatt noenlunde parallell utvikling gjennom andre kvartal. Rentene falt betydelig fra begynnelsen av kvartalet til midt i juni. Deretter har tiårsrentene steget med om lag 0,4 prosentpoeng i alle de tre regionene. Rentene i USA og Europa endte likevel om lag et halvt prosentpoeng under nivået fra begynnelsen av kvartalet. Bare japanske renter lå litt høyere ved slutten enn i begynnelsen av kvartalet.

Tiårs rentene i USA falt fra rundt fire prosent i begynnelsen av kvartalet til like over tre prosent like før den amerikanske sentralbanken reduserte styringsrenten 25. juni. Den sterke nedgangen i rentene kom etter uttalelser som ble tolket slik at sentralbanken ikke ville sette renten opp, selv om den økonomiske veksten skulle ta seg opp. Det har også vært diskutert ytterligere tiltak fra sentralbanken dersom aktiviteten i økonomien ikke skulle ta seg opp til tross for lave renter. Investorene synes å ha tolket dette slik at sentralbanken ville kunne kjøpe obligasjoner med lang løpetid i markedet for å få lange renter ned.

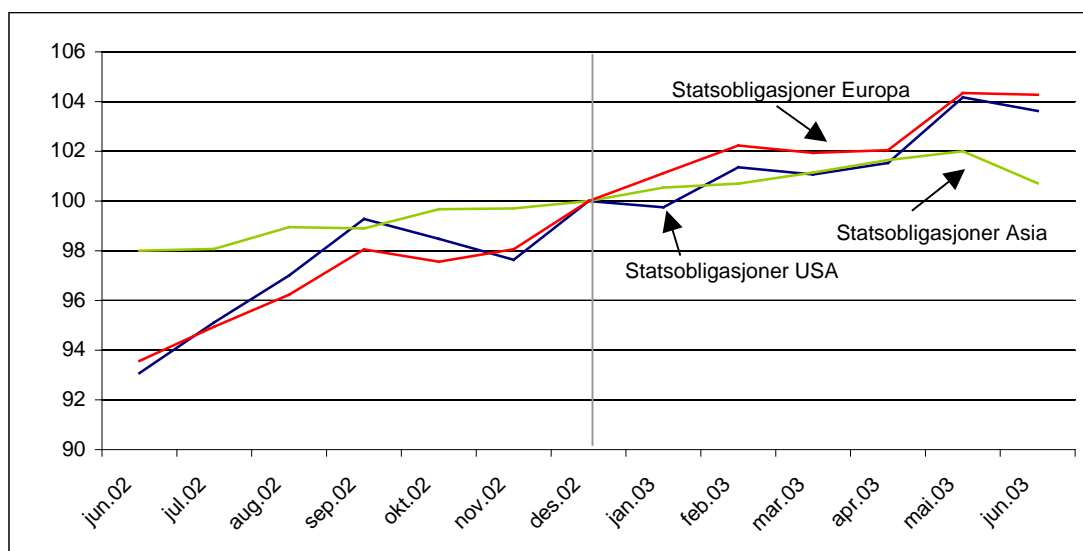
**Figur 8: Utviklingen i de viktigste obligasjonsmarkedene siste 12 måneder. Rentene på statsobligasjoner med om lag 10 års gjestående løpetid. Prosent p.a.**



Den sterke nedgangen i rentene i mai kan tolkes som en reaksjon på forventningene om en mer aktiv amerikansk pengepolitikk. Det kom ikke ny informasjon fra verken amerikansk, japansk eller europeisk økonomi som kunne tyde på en forverring av utsiktene til økonomisk vekst. Aksjekursene fortsatte også videre opp i mai, og det er normalt ikke forbundet med forventninger om svak vekst i økonomien.

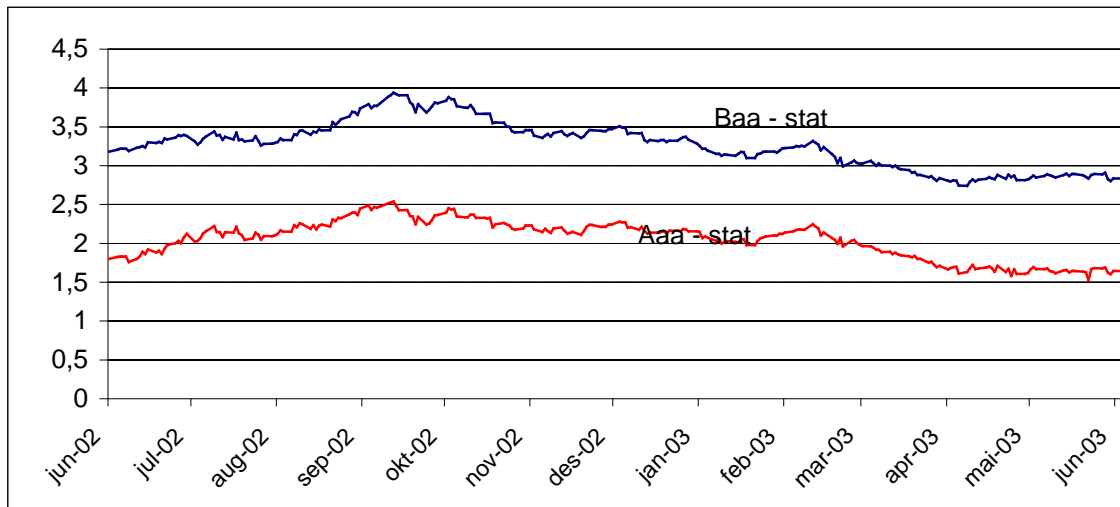
De siste dagene i juni har rentene imidlertid steget med nesten et halvt prosentpoeng. Stemningen i obligasjonsmarkedet snudde etter at et stemningsbarometer fra industrien viste tegn på at amerikansk økonomi kunne stå overfor en sterkere oppgang enn tidligere ventet. Amerikanske inflasjonstall var også noe høyere enn markedet hadde ventet. Den amerikanske sentralbanken senket 25. juni styringsrenten med bare 0,25 prosentpoeng, og ikke med 0,5 prosentpoeng slik mange hadde ventet. Dette ble tolket som et tegn på at lange renter burde øke.

**Figur 9: Verdiutviklingen på Lehman Global Aggregate statsobligasjonsindekser i hovedmarkedene siste 12 måneder (31.12.2002 = 100)**



Forskjellen mellom den renten kredittverdige amerikanske låntakere må betale og det staten i USA betaler har falt kraftig i løpet av andre kvartal. Det er flere faktorer bak fallet i kredittspreadene. Bedriftene er inne i en periode med kostnadskutt og nedbetaling av gjeld. Disse tiltakene øker den finansielle soliditeten i bedriftssektoren og gir således grunnlag for lavere renter i forhold til statsrentene. Etterspørselen etter lån fra bedriftssektoren har falt, mens etterspørselen fra statlig sektor har økt i takt med større underskudd på statsbudsjettet. I tillegg til disse langsiktige trendene har avslutningen av krigen i Irak tatt bort en risikofaktor og dermed økt viljen blant investorene til å ta annen risiko. Dette har bidratt til fall i kredittspreadene, samtidig som det har påvirket aksjemarkedet. Bedre resultater fra amerikanske bedrifter for første kvartal bidro til den positive stemningen i kredittmarkedet.

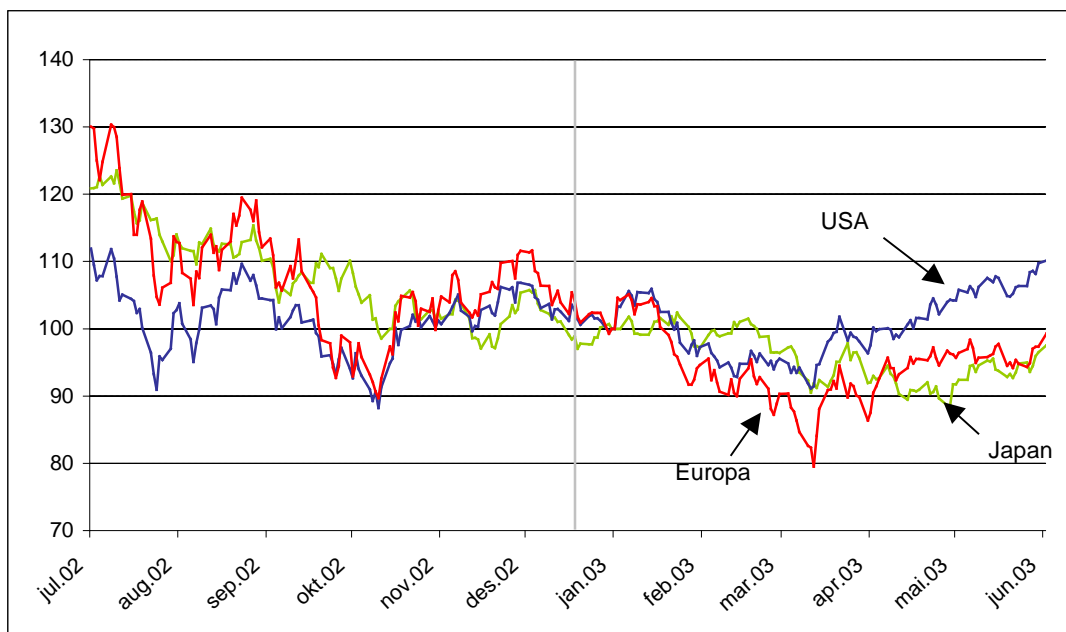
**Figur 10: Kredittspredene i USD: Effektiv rente på obligasjoner i ratingklassene Aaa og Baa hos Moody's minus effektiv rente på statsobligasjoner siste 12 måneder**



### 3.3. Aksjemarkedene

Figur 11 viser at aksjekursene har steget i alle de tre hovedmarkedene i andre kvartal. En viktig årsak var at krigen i Irak ble raskt avsluttet uten vesentlige amerikanske eller britiske tap. Oljeinstallasjonene i Irak ble bare lettere skadet, mens oljeinstallasjonene i nabolandene ikke ble skadet. Oljeprisen har kommet noe ned etter krigen, selv om den ikke har sunket så mye som mange hadde forventet. Usikkerheten om de økonomiske konsekvensene av krigen er betydelig redusert.

**Figur 11: Verdiutviklingen i FTSE aksjeindekser i hovedmarkedene siste 12 måneder (31.12.2002 = 100)**



Aksjeinvestorene synes å ha ment at redusert usikkerhet kan forsvare lavere risikopremie i aksjemarkedet og dermed høyere aksjekurser. I tillegg kommer at resultatene for amerikanske aksjeselskaper i første kvartal ble bedre enn ventet. Spesielt var det gode resultater fra energisektoren. Det ble videre politisk enighet i USA om en skattepakke med lettelsener allerede fra sommeren av. Det er imidlertid noe usikkerhet om hvor stor virkning denne skattepakken vil ha for privat forbruk og investeringer, fordi en stor del av lettelsene er midlertidige, og fordi høyinntektsgruppene får de største lettelsene. I tillegg til lavere skatter har refinansieringen av boliger økt kontantbeholdningene hos husholdningene. Tidligere erfaringer tyder på at rundt halvparten av disse kontantbeholdningene vil bli brukt til økt forbruksetterspørsel.

Disse impulsene har bidratt til en betydelig kursstigning i det amerikanske aksjemarkedet i andre kvartal. I Europa har aksjemarkedet steget omtrent like mye, til tross for at euroen har styrket seg, og til tross for at industrien ennå sliter med streiker og svak ordreinnngang. Forklaringen kan være en smitteeffekt fra USA. I tillegg bidro den europeiske sentralbanken med et rentekutt på et halvt prosentpoeng 5. juni. Det er videre tegn på at den svake økonomiske utviklingen i Europa de siste årene har økt sannsynligheten for reformer i arbeidsmarkedet og i offentlige pensjoner.

I Japan har sentralbanken bidratt til å bremse styrkingen av yen ved blant annet å intervensere i valutamarkedet. Japansk industri har dermed opprettholdt sin konkurransevne mot amerikansk industri og styrket den mot europeisk industri. I tillegg har japansk industri nytt godt av at importetterspørselen fra nabolandene i Asia har vært relativt sterk.

**Tabell 3: Avkastningen på hovedsektorene og de ti største undersektorene på FTSE verdensindeks i andre kvartal 2003, målt i prosent mot amerikanske dollar, mot norske kroner og mot Petroleumsfondets valutakurv.**

Sektor	USD	NOK	Valutakurv
<b>Råvarer</b>	<b>11,53</b>	<b>10,94</b>	<b>8,54</b>
- derav olje- og gassutvinning	11,87	11,28	8,87
<b>Prosessindustri</b>	<b>17,24</b>	<b>16,62</b>	<b>14,10</b>
<b>Generell industri</b>	<b>18,39</b>	<b>17,77</b>	<b>15,22</b>
- derav diversifisert produksjon	17,26	16,64	14,12
<b>Konjunkturfølsomme varer</b>	<b>11,69</b>	<b>11,10</b>	<b>8,70</b>
<b>Ikke-konjunkturfølsomme varer</b>	<b>12,24</b>	<b>11,65</b>	<b>9,23</b>
- derav legemidler og bioteknologi	18,38	17,75	15,20
<b>Konjunkturfølsomme tjenester</b>	<b>16,92</b>	<b>16,31</b>	<b>13,79</b>
- derav detaljhandel	20,03	19,39	16,81
<b>Ikke-konjunkturfølsomme tjenester</b>	<b>21,02</b>	<b>20,39</b>	<b>17,78</b>
- derav telekommunikasjon	21,21	20,57	17,96
<b>Energi- og vannforsyning</b>	<b>17,27</b>	<b>16,65</b>	<b>14,12</b>
<b>Finansielle tjenester</b>	<b>22,29</b>	<b>21,64</b>	<b>19,01</b>
- derav banker	24,37	23,72	21,04
- derav forsikringselskaper	22,12	21,48	18,85
- derav andre finansielle tjenesteytere	18,45	17,82	15,27
<b>Informasjonsteknologi</b>	<b>19,28</b>	<b>18,65</b>	<b>16,08</b>
- derav IT maskinvare	24,34	23,68	21,00
- derav IT programvare og tjenester	12,27	11,68	9,26

## 4. Gjennomføring av forvaltningen

Markedsverdien av Petroleumsfondets portefølje plassert i de internasjonale kapitalmarkedene var ved starten av andre kvartal på 682,0 milliarder kroner. Finansdepartementet overførte 30. april 9,9 milliarder kroner til fondets kronekonto, 30. mai 7,1 milliarder, og 30. juni ytterligere 6,1 milliarder. Tilsvarende beløp i valuta ble samtidig overført til verdipapirporteføljen. Ved utgangen av kvartalet var markedsverdien av fondets samlede verdipapirportefølje på 775,5 milliarder kroner.

**Tabell 4: Markedsverdien av Petroleumsfondets delporteføljer (mill. NOK)**

	Den ordinære aksjeporteføljen	Renteporteføljen	Miljøfondet	Petroleumsfondet totalt
31. des. 2002	229 834	378 017	1 159	609 010
31. mars 2003	264 400	416 440	1 133	681 973
30. april 2003	280 136	418 162	1 196	699 493
30. mai 2003	290 297	422 167	1 213	713 677
<b>30. juni 2003</b>	<b>318 915</b>	<b>455 273</b>	<b>1 335</b>	<b>775 523</b>

I løpet av andre kvartal økte fondets markedsverdi med 93,6 milliarder kroner. Av dette kom 23,1 milliarder fra tilførsel av nye midler, mens om lag 19 milliarder skyldes at kronen ble mindre verdt i forhold til investeringsvalutaene. Dette har imidlertid ikke betydning for fondets internasjonale kjøpekraft. Restbeløpet på om lag 51 milliarder kroner er positiv avkastning målt i internasjonal valuta.

### 4.1. Forvaltningen av renteporteføljen

Markedsverdien av renteporteføljen økte i andre kvartal fra 416 til 455 milliarder kroner. Økningen skyldes dels at nye midler ble tilført renteporteføljen med til sammen 17 milliarder kroner, dels at porteføljen hadde positiv avkastning i kvartalet og dels at investeringsvalutaene ble mer verdt i forhold til den norske kronen.

Ved utgangen av kvartalet forvaltes om lag 90 prosent av renteporteføljen internt i Norges Bank. I utgangspunktet forvaltes renteporteføljen ved utvidet indeksering, der hovedformålet er å oppnå markedseksposering i samsvar med referanseporteføljen, men der det også brukes spesielle strategier for å sikre meravkastning med beskjeden eksponering for markedsrisiko. I tillegg bruker den interne forvaltningen aktive strategier for å oppnå meravkastning i forhold til referanseporteføljen.

Indekseringen av renteporteføljen utføres i tre delporteføljer, for henholdsvis statsgaranterte obligasjoner, selskapsobligasjoner og pantsikrede obligasjoner. Det meste av porteføljen, de to første delporteføljene samt pantsikrede lån i Europa, indekseres internt. Pantsikrede lån i Amerika indekseres imidlertid av eksterne forvaltere.

Om lag 10 prosent av renteporteføljen forvaltes eksternt. I tillegg til mandatene for pantsikrede lån i Amerika, er det også globale mandater med ulike typer aktive strategier for meravkastning.

Det er i andre kvartal inngått en avtale med Citibank N.A. om globale depottjenester for renteinstrumenter. Papirene i intern forvaltning skal samles der, mens de tidligere har vært spredd på flere regionale depotinstitusjoner.

#### *4.2. Forvaltningen av aksjeporteføljen*

Den ordinære aksjeporteføljen ble tilført til sammen 6 milliarder kroner i løpet av andre kvartal. Markedsverdien av aksjeporteføljen var ved utgangen av andre kvartal 319 milliarder kroner, som var en økning på 55 milliarder kroner siden inngangen til kvartalet. Økningen skyldes dels tilførselen av nye midler og dels at verdien av investeringsvalutaene økte i forhold til den norske kronen. Det meste av økningen skyldes imidlertid avkastning målt i internasjonal valuta.

Ved utgangen av kvartalet forvaltes om lag 57 prosent av aksjeporteføljen internt i Norges Bank. Om lag 34 prosent er utvidet indeksforvaltning, der det brukes ulike teknikker for å tjene på spesielle prisingssituasjoner. Rundt 16 prosent er aktiv forvaltning innen utvalgte sektorer. I tillegg holdes noen porteføljer internt i påvente av overføring til eksterne aktive forvaltere.

Om lag 43 prosent av aksjeporteføljen forvaltes eksternt. Mer enn 70 prosent av dette er aktiv forvaltning i regionale mandater, mens det resterende er aktiv forvaltning innen nærmere definerte næringssektorer.

I andre kvartal 2003 er det overført midler til tre nye oppdrag hos eksterne aksjeforvaltere: Credit Suisse First Boston Asset Management, Wellington Management Company og Alliance Capital Management LP. Alle oppdragene gjelder forvaltning innen globale næringssektorer.

### **5. Avkastningen av fondet**

Medregnet Miljøfondet hadde Petroleumsfondet i andre kvartal en periodeavkastning på 7,74 prosent, målt i forhold til referanseporteføljens valutakurv. Målt i norske kroner var totalavkastningen i andre kvartal 10,12 prosent. Forskjellen skyldes at kronen i løpet av kvartalet i gjennomsnitt svekket seg med om lag to prosent mot valutaslagene i referanseporteføljen, slik at fondets valutakurv ble mer verdt i forhold til kronen. Dette har imidlertid ingen betydning for fondets internasjonale kjøpekraft.

Tabell 5 viser at Petroleumsfondets ordinære portefølje (utenom Miljøfondet) hadde en marginalt lavere periodeavkastning med 7,73 prosent i andre kvartal. Avkastningen var positiv i alle tre månedene i kvartalet. Tabell 6 viser avkastningen av aksje- og obligasjonsporteføljene i den ordinære porteføljen hver for seg. Målt i forhold til fondets valutakurv hadde aksjeporteføljen en avkastning på 15,56 prosent i kvartalet, mens avkastningen for obligasjonsporteføljen var 2,77 prosent.

Tabell 5 viser at den ordinære porteføljen i andre kvartal hadde en meravkastning på 0,03 prosentpoeng i forhold til referanseporteføljen, slik indeksleverandøren beregner referanseavkastningen. Denne differansen gir imidlertid ikke et korrekt bilde av den merverdi Norges Bank skaper i forvaltningen. Selv om Norges Bank hadde fulgt

referanseporteføljen helt nøyaktig (indeksforvaltning), ville ikke den faktiske avkastningen blitt lik den referanseavkastningen som indeksen måler.

**Tabell 5: Avkastningen i Petroleumsfondets ordinære portefølje (i prosent). Faktisk portefølje og referanseportefølje i andre kvartal 2003**

	Målt i fondets valutakurv		Målt i NOK		
	Faktisk portefølje	Referanseportefølje	Faktisk portefølje	Referanseportefølje	Differanse
Første kvartal	-1,69	-1,88	4,71	4,51	0,19
April	3,74	3,81	1,12	1,19	-0,07
Mai	2,90	2,82	1,01	0,93	0,08
Juni	0,92	0,90	7,81	7,79	0,02
Andre kvartal	7,73	7,70	10,11	10,08	0,03
Hittil i år	5,90	5,68	15,29	15,05	0,24
+ korreksjon for ekstraordinære kostnader og skatt, første halvår					0,07
<b>= Brutto meravkastning hittil i år</b>					<b>0,31</b>

I andre kvartal har det påløpt ekstraordinære transaksjonskostnader ved plassering av nye midler i markedene. Petroleumsfondet har videre betalt skatt på aksjeutbytte i en rekke land. Ingen av disse kostnadskomponentene trekkes fra når indekisleverandøren beregner avkastningen på referanseporteføljen. I tabell 5 er det korrigert for disse komponentene, som til sammen utgjorde 0,04 prosent av totalporteføljen. Med disse korreksjonene er brutto meravkastningen i forvaltningen av Petroleumsfondet i andre kvartal på 0,07 prosentpoeng, som i beløp utgjorde om lag 0,5 milliarder kroner. Av dette utgjorde inntektene fra utlån av verdipapirer om lag 104 millioner kroner.

Samlet for første halvår var brutto meravkastningen på 0,31 prosentpoeng. De største bidragene i første halvår kom fra intern og eksternt obligasjonsforvaltning og intern aksjeforvaltning. Av de 0,31 prosentpoengene utgjorde korreksjoner for kostnader som ikke inngår ved beregning av referanseavkastningen 0,07 prosentpoeng.

Tabell 6 viser avkastningstall for totalporteføljen, målt mot ulike valutaer. Amerikanske dollar svekket seg mot valutakurven i andre kvartal, og målt i dollar var avkastningen derfor mer positiv med 10,71 prosent. Dersom vi i stedet måler mot euro finner vi en periodeavkastning på 2,35 prosent. Mot en valutakurv basert på importvekter var periodeavkastningen positiv med 7,47 prosent.

**Tabell 6: Avkastningen i Petroleumsfondets delporteføljer og totale portefølje i andre kvartal 2003 målt mot ulike referansevalutaer (prosent)**

	Aksjer	Renter	Miljøfondet	Total
Fondets valutakurv	15,56	2,77	15,32	7,74
Importvektet valutakurv	15,27	2,51	15,03	7,47
Amerikanske dollar	18,75	5,60	18,49	10,71
Euro	9,79	-2,37	9,55	2,35
Norske kroner	18,12	5,04	17,87	10,12

Tabell 7 viser at Miljøfondet i andre kvartal hadde en avkastning på 15,32 prosent målt i valutakurven, og 17,87 prosent målt norske kroner. Avkastningen var 0,03 prosentpoeng høyere enn porteføljens referanseavkastning. Samlet for første halvår var det imidlertid en mindreavkastning med -0,02 prosentpoeng. Referanseavkastningen var i første halvår 0,04 prosentpoeng høyere enn avkastningen på en sammenlignbar referanseportefølje der ingen bedrifter var tatt ut etter miljøkriterier.

**Tabell 7: Avkastningen i Miljøfondet i andre kvartal 2003 (prosent)**

	Målt i fondets valutakurv		Målt i NOK		
	Faktisk portefølje	Referanseportefølje	Faktisk portefølje	Referanseportefølje	Differanse
Første kvartal	-8,20	-8,16	-2,22	-2,18	-0,04
April	8,28	8,26	5,54	5,53	0,01
Mai	3,33	3,38	1,43	1,48	-0,05
Juni	3,07	3,01	10,10	10,04	0,07
Andre kvartal	15,32	15,29	17,87	17,84	0,03
Hittil i år	5,86	5,88	15,25	15,27	-0,02
Memo: Ordinær referanse med landvekter som i Miljøfondet				15,23	0,04

### Metodegrunnlag for avkastningsberegningene

Avkastningsberegningene følger internasjonale standarder. Avkastningen på Petroleumsfondets porteføljer beregnes etter markedsverdi prinsippet, det vil si at porteføljenes inngangs- og utgangsverdier verdsettes til de aktuelle markedspriser ved henholdsvis beregningsperiodens begynnelse og slutt. I avkastningsberegningene er rentekostnader og -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.

Innbetalinger til Petroleumsfondet og overføringer mellom aksje- og renteporteføljene i fondet gjøres normalt bare siste virkedag i hver måned. Avkastningen for hver måned kan da enkelt beregnes ved å se på endringene i markedsverdi. For lengre perioder, som kvartals-, års- og hittil i år avkastning, benyttes geometrisk avkastning. Det vil si at avkastningsindeksene for hver delperiode multipliseres. Denne avkastningen er således en tidsvektet avkastning av de enkelte måneders avkastning.

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

Referansevalutaenes 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.

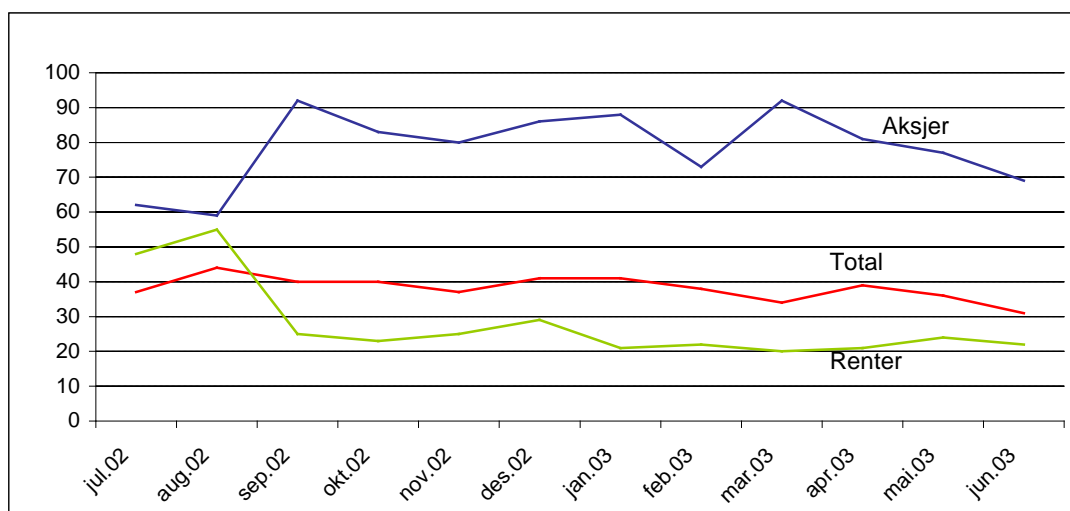


Avkastningsberegningene utføres i separate modeller som avstemmes mot regnskapssystemet. Avvik i beregnet avkastning mellom avkastningsmodellene og regnskapet forekommer på grunn av ulike vurderingsprinsipper, for eksempel i behandlingen av opptjente renter og av ikke tilbakebetalt kildeskatt. I regnskapet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

## 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 Risk Manager. Figur 12 viser at den relative markedsrisikoen i andre kvartal 2003 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 (hundredeler 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 juni var på 20 basispunkter, målt som forventet relativ volatilitet i forhold til denne porteføljens referanse. Den øvre grensen som Finansdepartementet har fastsatt for Miljøfondet 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, BBB fra S&P eller BBB fra Fitch. Likevel kan inntil 0,5 prosent av renteporteføljen være investert i papirer som vurderes til Ba fra Moody's, til BB fra S&P eller BB fra Fitch.

**Tabell 8: Obligasjonsporteføljen pr. 30.06.2003 fordelt etter kredittvurdering (prosent av markedsverdi)**

Moody's		Standard & Poor's	
Karakter	Prosent av total	Karakter	Prosent av total
Aaa	68,97	AAA	68,13
Aa	11,45	AA	15,90
A	13,94	A	7,92
Baa	4,05	BBB	4,76
Ba	0,06	BB	0,05
Lavere	0,00	Lavere	0,00
Ingen rating	1,53	Ingen rating	3,24

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. Det har i andre kvartal vært to brudd på forskriften for forvaltningen. I det ene tilfellet har en ekstern forvalter over tid holdt et egenkapitalinstrument som ikke var notert på en tillatt børs. I det andre tilfellet kjøpte en ekstern forvalter seg opp til en eierandel på 3,3 prosent i et mindre selskap. Dette ble omgående oppdaget, og eierandelen ble redusert til under 3 prosent så raskt som mulig, det vil si etter tre dager.

**Tabell 9: Forskriftens og retningslinjenes grenser for risikoeksponering**

Paragraf	Risiko	Grenser	Faktisk				
			31.12.02	31.03.03	30.04.03	30.05.03	30.06.03
§ 4	Markedsrisiko	Maksimalt 1,5 prosentpoeng relativ volatilitet	0,4	0,3	0,4	0,4	0,3
§ 5	Aktivafordeling	Obligasjoner 50-70%	62,2	61,2	59,9	59,3	58,8
		Aksjer 30-50%	37,8	38,8	40,1	40,7	41,2
§ 6	Valutafordeling aksjer	Europa 40-60%	54,8	49,4	49,6	49,8	49,1
		Amerika/Asia/Oseania 40-60%	45,2	50,6	50,4	50,2	50,9
	Nye markeder	< 5% av aksjeporteføljen	2,5	2,4	2,2	2,1	2,2
	Valutafordeling renter	Europa 45-65%	58,2	55,6	55,2	56,1	54,9
		Amerika 25-45%	32,5	34,5	35,2	34,7	35,7
	Asia/Oseania 0-20%	9,3	9,9	9,7	9,3	9,4	
§ 7	Renterisiko	Modifisert durasjon 3-7	5,3	5,3	5,4	5,4	5,5
§ 8	Kreditrisiko*	Maks 20% i bankinnskudd	3,6	5,5	4,7	4,9	4,5
§ 11	Eierandel	Maks 3% av et selskap	2,6	2,9	2,6	2,6	2,5

\* Bankinnskudd inkluderer reinvestert kontantsikkerhet fra utlån av verdipapirer. For andre grenser for kreditrisiko, se tabell 8.

## 7. Kostnader i forvaltningen

Tabell 10 gir en oversikt over kostnader ved forvaltningen av Petroleumsfondet i første halvår 2003. 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 er fordelt på de tre fondene ved hjelp av et sett internpriser. De interne kostnadene omfatter også alle støttefunksjoner utført i Norges Bank utenom Kapitalforvaltningen.

**Tabell 10: Forvaltningskostnader i første halvår 2003 (i 1000 kroner og annualiserte basispunkter av gjennomsnittlig portefølje)**

	Første halvår 2003		Første halvår 2002	
	1000 kroner	Basispunkter	1000 kroner	Basispunkter
Honorar til eksterne aksjeforvaltere, eksklusive avkastningsavhengige honorarer	98 575		66 467	
Kostnader til aksjedepot og oppgjør	33 233		16 565	
Øvrige kostnader i aksjeforvaltningen	66 261		63 401	
<b>Sum aksjeforvaltning</b>	<b>198 069</b>	<b>15</b>	<b>146 433</b>	<b>12</b>
<i>Avkastningsavhengige honorarer til eksterne aksjeforvaltere</i>	<i>20 494</i>		<i>29 365</i>	
Honorar til eksterne renteforvaltere, eksklusive avkastningsavhengige honorarer	12 876		9 981	
Depotkostnader renter	15 892		10 530	
Øvrige kostnader i renteforvaltningen	68 740		61 264	
<b>Sum renteforvaltning</b>	<b>97 508</b>	<b>5</b>	<b>81 775</b>	<b>4</b>
<i>Avkastningsavhengige honorarer til eksterne renteforvaltere</i>	<i>14 476</i>		<i>3 367</i>	
<b>Sum forvaltningskostnader, eksklusive avkastningsavhengige honorarer</b>	<b>295 577</b>	<b>9</b>	<b>228 208</b>	<b>7</b>
<b>Sum alle forvaltningskostnader</b>	<b>330 537</b>	<b>10</b>	<b>260 940</b>	<b>8</b>

Økningen i absolutte kostnader fra 2002 skyldes i hovedsak at porteføljen er blitt større. Den relativt større økningen i kostnader til aksjedefot og oppgjør har blant annet sammenheng med at det nå betales norsk merverdiavgift på en del av disse tjenestene, at porteføljen er blitt splittet opp i flere depotkonti enn tidligere, og at transaksjonsvolumet har vært høyt i forbindelse med omstrukturering av aksjeporteføljen i første halvår 2003.

Omregnet til årsrate utgjør kostnadene i tabellen 0,15 prosent (15 basispunkter) av gjennomsnittlig portefølje for aksjer og 0,05 prosent (5 basispunkter) av gjennomsnittlig portefølje for obligasjoner. I tillegg til disse kostnadene kommer avkastningsavhengige honorarer til eksterne aksjeforvaltere med 20 millioner kroner og til eksterne renteforvaltere med 14 millioner kroner. Beløpene bestemmes av forvalternes samlede meravkastning over de fire siste kvartalene. Medregnet disse avkastningsavhengige honorarene utgjør aksjekostnadene 17 basispunkter og rentekostnadene 6 basispunkter av gjennomsnittlige delporteføljer.

For hele porteføljen er forvaltningskostnadene, eksklusive avkastningsavhengige honorarer og regnet som årsrate, på 9 basispunkter av gjennomsnittlig markedsverdi i første halvår. Den gjennomsnittlige markedsverdien har vært på 666 milliarder kroner, som er klart lavere enn forventet gjennomsnittlig markedsverdi for hele året.

Forvaltningsavtalen mellom Finansdepartementet og Norges Bank fastsetter prinsippene for den godtgjøring Norges Bank skal motta for å forvalte Petroleumsfondets porteføljer. For 2003 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 andre kvartal var på 70 462 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 30. juni 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 boksen om metodegrunnlag for avkastningsberegningene i avsnitt 5. Tilsvarende er det små avvik i de regnskapsmessige avkastningstallene.

Utenom balansen var det pr. 30.06.2003 kjøpt børsnoterte futureskontrakter med en samlet markedsverdi 30 086,7 millioner kroner og solgt børsnoterte futureskontrakter med en samlet markedsverdi 12 993,3 millioner kroner. Det var kjøpt opsjoner på

futures med en samlet markedsverdi på 4 299,5 millioner kroner, og solgt opsjoner på futures med en samlet markedsverdi på 32,1 millioner kroner. Det var kjøpt rentebytteavtaler med en samlet markedsverdi på 128 976,2 millioner kroner og solgt rentebytteavtaler med en samlet markedsverdi 131 535,7 millioner kroner. Det var videre kjøpt og solgt valutaer på termin med samlet kontraktsverdi 17 901 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 30. juni 2003 fordelt på instrumenter (1000 kroner)**

	30.06.02	30.09.02	31.12.02	31.03.03	30.06.03
Kortsiktige fordringer inkl. innskudd i utenlandske banker	2 699 820	7 270 772	9 877 743	20 987 757	4 614 969
Pengemarkedsplasseringer i utenlandske finansinstitusjoner mot sikkerhet i verdipapirer	111 666 155	174 327 946	188 229 945	197 996 074	231 690 203
Innlån fra utenlandske finansinstitusjoner mot sikkerhet i verdipapirer	-125 929 639	-152 080 172	-209 803 763	-250 821 420	-302 943 078
Utenlandske rentebærende verdipapirer	388 938 848	359 025 773	394 253 546	455 885 378	530 029 565
Utenlandske aksjer	227 800 284	215 039 688	226 354 150	257 973 804	312 215 805
Reguleringer av terminkontrakter	157 506	-2 138	122 752	-3 082	-37 255
<b>Total portefølje før forvaltningsgodtgjørelse</b>	<b>605 332 974</b>	<b>603 581 869</b>	<b>609 034 373</b>	<b>682 018 511</b>	<b>775 570 209</b>
Påløpt forvaltningsgodtgjøring	-260 000	-391 000	-559 835	-184 505*	-342 232*
<b>Total portefølje regnskapsført verdi</b>	<b>605 072 974</b>	<b>603 190 869</b>	<b>608 474 538</b>	<b>681 834 006</b>	<b>775 227 977</b>

**Tabell 12: Bokført avkastning av Petroleumsfondets internasjonale portefølje pr 30. juni 2003 (1000 kroner)**

	30.06.2002	30.09.2002	31.12.2002	31.03.2003	30.06.2003
Bokført avkastning					
Renteelementer	9 919 129	13 864 562	18 705 159	4 989 924	9 552 586
Dividende	2 635 581	3 701 793	4 428 514	1 576 118	4 308 050
Valutakursregulering	-72 943 773	-81 254 669	-104 109 677	43 969 450	63 075 338
Urealisert verdipapirtap/gevinst	-15 562 677	-44 113 967	-27 071 528	-17 271 494	25 955 900
Realisert verdipapirgevinst	-8 888 435	-15 151 178	-19 934 100	-3 642 108	-3 806 718
Kurtasje	-1 030	3 274	-877	-6 926	-18 576
Terminhandel valuta	72	4 691	4 681	-903	-766
Gevinst/tap futures	-969 702	-2 232 270	-2 032 369	29 215	992 812
Gevinst opsjoner					46 729
<b>Bokført avkastning på plasseringer</b>	<b>-85 810 835</b>	<b>-125 177 764</b>	<b>-130 010 197</b>	<b>29 643 276</b>	<b>100 105 353</b>
Påløpt forvaltningsgodtgjøring	-260 000	-391 000	-559 835	-184 505*	-342 232*
<b>Netto avkastning markedsverdi</b>	<b>-86 070 835</b>	<b>-125 568 764</b>	<b>-130 570 032</b>	<b>29 458 771</b>	<b>99 763 121</b>

\* Av dette gjelder 11 695 skyldig forvaltningsgodtgjøring for år 2002.

