

Forvaltning av Statens petroleumsfond

Rapport for første kvartal 2003

Sammendrag

I første kvartal 2003 var periodeavkastningen av Statens petroleumsfond $-1,71$ prosent målt i den valutakurven som svarer til sammensetningen av Petroleumsfondets referanseportefølje.

Avkastningen på den ordinære aksjeporteføljen (utenom Miljøfondet) var i første kvartal $-7,76$ prosent målt i referanseporteføljens valutakurv. Aksjekursene i hovedmarkedene steg de første ukene etter årsskiftet, men viste særlig i Europa synkende tendens fra andre halvdel av januar og ut kvartalet. Renteporteføljen hadde positiv avkastning i kvartalet med $2,17$ prosent målt i valutakurven.

I første kvartal 2003 var avkastningen på Petroleumsfondets ordinære portefølje $0,21$ prosentpoeng høyere enn avkastningen på den referanseporteføljen som Finansdepartementet har definert. Både aksje- og renteforvaltningen gav meravkastning.

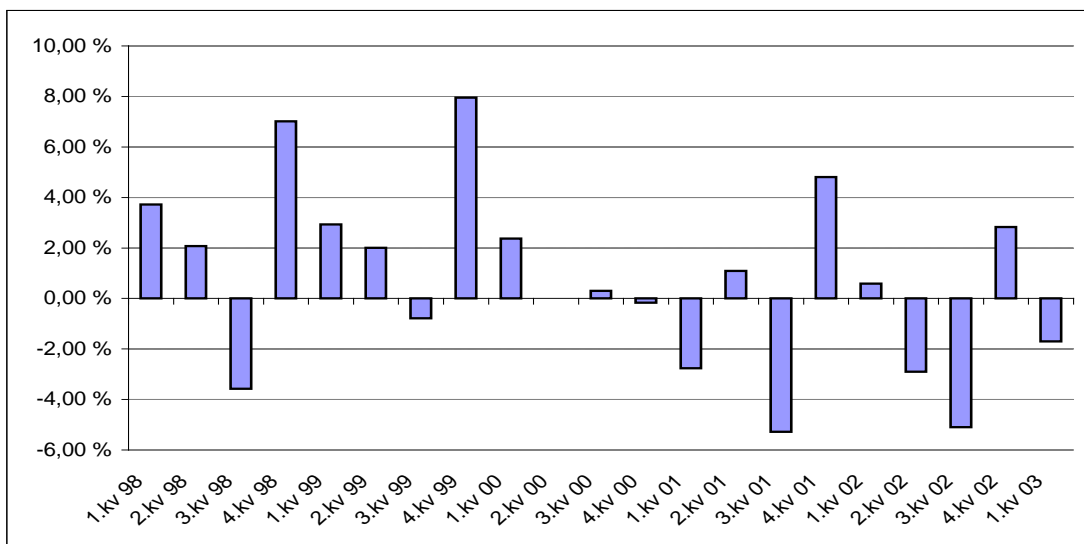
Miljøfondet hadde i første kvartal 2003 negativ avkastning med $-8,20$ prosent målt i referanseporteføljens valutakurv.

Petroleumsfondets internasjonale aksje- og obligasjonsporteføljer ble tilført nye midler for $43,3$ milliarder kroner i løpet av kvartalet. Markedsverdien av fondets samlede verdipapirportefølje var $682,0$ milliarder kroner ved utgangen av første kvartal, som er en økning på $73,0$ milliarder siden årsskiftet. Økningen skyldes dels tilførselen av nye midler og dels svekkelsen av kronekursen. Utviklingen av kronekursen har imidlertid ingen betydning for fondets internasjonale kjøpekraft.

1. Hovedtall

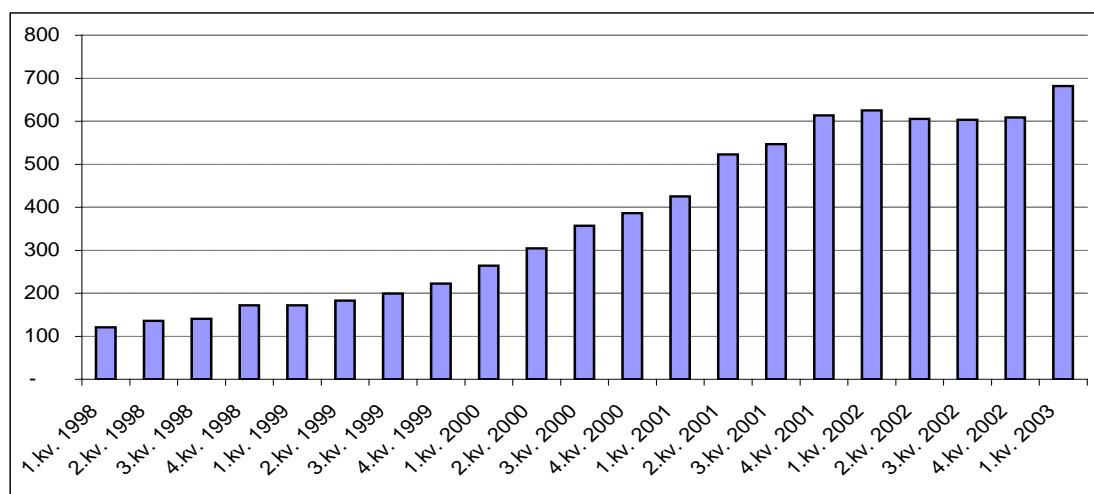
Avkastningen i første kvartal 2003 var negativ med $-1,71$ prosent, målt i den valutakurven som svarer til sammensetningen av fondets referanseportefølje. Figur 1 viser at dette var det åttende kvartalet med negativ avkastning siden fondet første gang investerte i aksjer i 1998.

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 682 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 det siste året. 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 2,03 prosent. Tabell 1 viser avkastningen fram til utgangen av første 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.

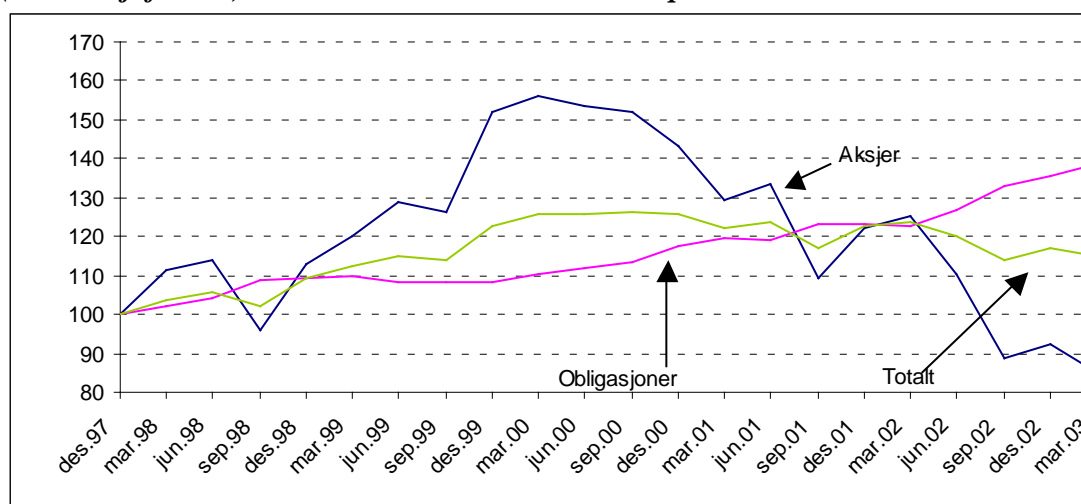
Høyre kolonne i tabellen viser at brutto meravkastningen i gjennomsnitt har vært på 0,41 prosentpoeng pr. år. Dette er avviket mellom avkastningen på den faktiske porteføljen og avkastningen på referanseporteføljen, regnet som aritmetisk differanse og deretter omregnet til årsrate. Ved denne beregningen er referanseavkastningen korrigert for kostnader som påløper ved drift av porteføljen, se avsnitt 4.

Tabell 1: Årlige avkastningsrater for Petroleumsfondet (inkludert Miljøfondet) fram til utgangen av første 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	3,69	1,58	0,08	2,03	0,41
Fra 01.01.98	2,70	1,54	0,08	1,08	0,42
Fra 01.01.99	1,21	1,69	0,08	-0,56	0,47
Fra 01.01.00	-2,01	1,82	0,08	-3,91	0,27
Fra 01.01.01	-3,95	1,71	0,08	-5,74	0,29
Fra 01.01.02	-5,12	2,15	0,09	-7,36	0,39

Figur 3 viser akkumulert avkastning fra 1. januar 1998 for rente- og aksjeporteføljene hver for seg. I løpet av disse 21 kvartalene har aksjeinvesteringene gitt en akkumulert negativ nominell avkastning med -14,6 prosent, mens obligasjonsinvesteringene har gitt positiv avkastning med 38,4 prosent.

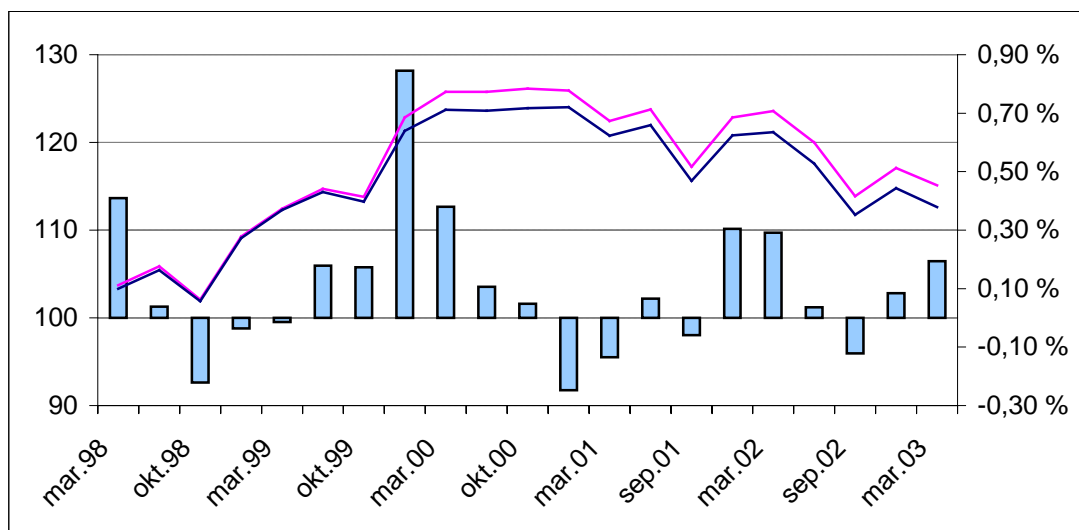
Figur 3: Indeks for akkumulert avkastning av delporteføljene i Petroleumsfondet (inkl. Miljøfondet) 1998-2003. Fondets valutakurv pr 31. desember 1997=100



Figur 4 viser akkumulert avkastning for Petroleumsfondet siden 1. januar 1998. Fram til utgangen av første kvartal 2003 har avkastningen vært 15,1 prosent. I det samme tidsrommet har avkastningen på referanseporteføljen vært 12,6 prosent. Forskjellen mellom den faktiske avkastningen og avkastningen på referanseporteføljen er den meravkastningen som Norges Bank har oppnådd. Siden 1998 har den akkumulerte

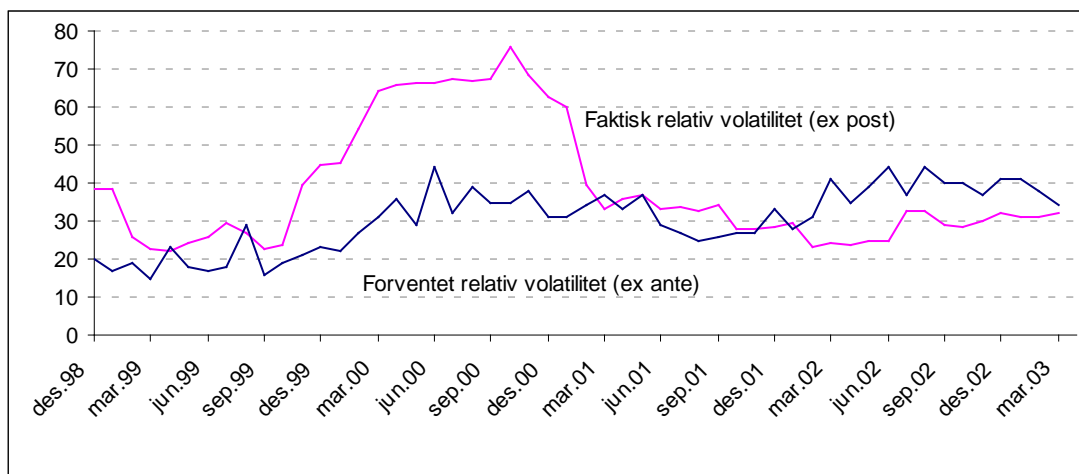
brutto meravkastningen vært på til sammen 2,5 prosentpoeng, som i beløp svarer til 7,0 milliarder kroner.

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



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 differanseavkastningen siste 12 måneder. Tall i basispunkter (hundredeler av ett prosentpoeng)



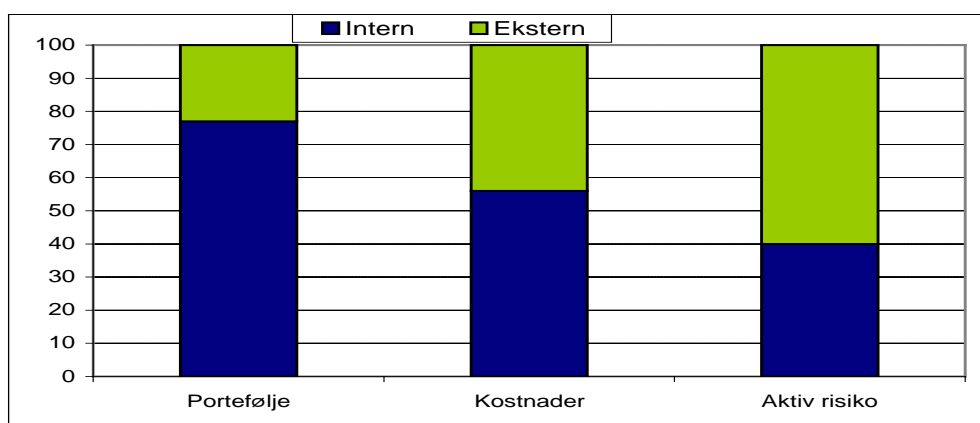
Siden 2001 har tallene ex ante og ex post ligget svært nær hverandre. Både forventet volatilitet og faktisk volatilitet kan imidlertid svinge mye også ved uendret grad av aktiv forvaltning. Dette skyldes at målene påvirkes av ulike trekk i markedsutviklingen, som for eksempel endringer i korrelasjoner mellom de ulike aktivaklasser 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 første kvartal 1998 til og med første kvartal 2003 har informasjonsraten for fondet vært på 1,00 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 22 prosent av Petroleumsfondet forvaltet av eksterne forvaltere. Samtidig utgjorde kostnadene ved ekstern forvaltning 44 prosent av de samlede forvaltningskostnadene. Markedsrisikoen i den eksterne forvaltningen utgjorde rundt 60 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 indeksforvaltning, 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 vil bli gjennomført i flere steg. Når endringen er fullført vil det i Petroleumsfondets referanseportefølje bli 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 referansen utgjør papirer notert på børser i Europa og i Amerika/Asia/Oseania hver 50 prosent. Innenfor rentedelen er andelene 55 prosent i Europa, 35 prosent i Amerika og 10 prosent i Asia/Oseania.

Aktivaklasse- og regionvektene i den faktiske referanseporteføljen endres fortløpende som følge av endringer i markedsprisene på de papirer som inngår. 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 bli noe forskjell mellom den strategiske referanseporteføljen og den faktiske referanseporteføljen. Den siste er det løpende grunnlaget for risikostyringen og resultatmålingen i Petroleumsfondet.

Dersom den faktiske referanseporteføljen over tid ligger for langt fra den strategiske referanseporteføljen utløses full rebalansering. En slik rebalansering av den faktiske referanseporteføljen ble gjennomført i første kvartal 2003. Vektene i den faktiske og strategiske referanseporteføljen ved utgangen av kvartalet er vist i tabell 1. Vektene i obligasjonsreferansen gjelder den valuta obligasjonene lyder på. Det er derfor ikke oppgitt andeler for hvert land innen euro-området.

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.

Tabell 2: Referanseportefølje pr 31. mars 2003 for Petroleumsfondets ordinære portefølje (eksklusive Miljøfondet). Tall i prosent

Land for aksjereferansen Valuta for rentereferansen	Aksjer		Renter	
	Strategisk referanse portefølje	Faktisk referanse portefølje	Strategisk referanse portefølje	Faktisk referanse portefølje
Vekt aktivaklasser	40,0	38,8	60,0	61,2
Belgia		0,7		
Finland		1,2		
Frankrike		6,8		
Hellas		0,3		
Irland		0,5		
Italia		3,0		
Nederland		3,5		
Portugal		0,3		
Spania		2,7		
Tyskland		4,2		
Østerrike		0,2		
<i>Euro-området (EUR)</i>		23,4		47,6
Storbritannia (GBP)		18,6		5,6
Danmark (DKK)		0,6		1,0
Sveits (CHF)		5,1		0,6
Sverige (SEK)		1,6		0,8
Tyrkia		0,1		
Sum Europa	50,0	49,4	55,0	55,6
USA (USD)		33,2		32,0
Brasil		0,2		
Canada (CAD)		1,5		2,5
Mexico		0,2		
Sum Amerika			35,0	34,5
Australia (AUD)		2,3		0,6
Hong Kong		1,1		
Japan (JPY)		9,1		8,8
New Zealand (NZD)		0,1		0,2
Singapore (SGD)		0,4		0,3
Sør-Korea		0,9		
Taiwan		1,3		
Sum Asia / Oseania			10,0	9,9
Sum Amerika / Asia / Oseania	50,0	50,6		

Miljøfondet er en særskilt aksjeforfølje i Petroleumsfondet. Den kan investeres i de samme landene som den ordinære aksjeforføljen, med unntak for framvoksende markeder. Miljøfondets referanseportefølje er i hvert land den samme som for den ordinære aksjeforføljen, 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

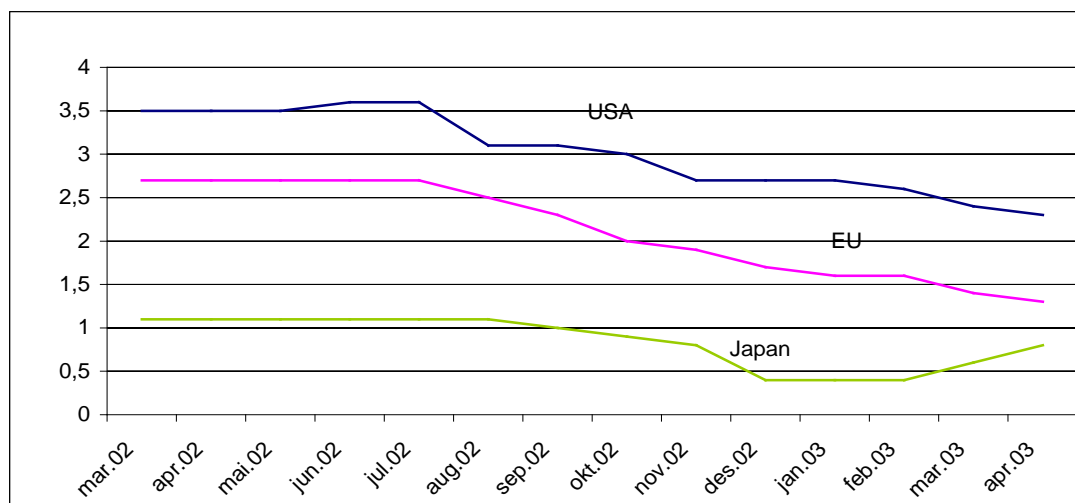
opprinnelige. For Miljøfondet er grensen for relativ markedsrisiko i forvaltningen satt til 1 prosentpoeng.

3. Markedsutviklingen

3.1. Hovedtrekk

Figur 7 viser hvordan økonomenes forventninger til vekst i hovedmarkedene for 2003 har endret seg de siste tolv månedene. Forventningene til vekst i Japan har lenge vært lave, men er ikke nedjustert i takt med forventningene til vekst i USA og Europa. Det skyldes at Japan har nytt godt av sterk etterspørsel i Asia, som nå er blitt en viktigere handelspartner for Japan enn USA er. Til tross for stigende arbeidsløshet i Japan har også den innenlandske konsumetterspørselen vært sterkere enn ventet. Hovedbildet i Japan er imidlertid som før. Stor overkapasitet og svak lønnsomhet har ført til at mange bedrifter ikke klarer å betjene eller nedbetale gjeld. Dette legger igjen et press på banksektoren, som er lite villig til å låne ut penger.

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.

Den japanske staten har prøvd å skape etterspørsel i økonomien gjennom underskuddsbudsjettering. Dette har ført til at statsgjelden har økt betydelig de senere år, og den er nå så stor at den begrenser mulighetene for å stimulere økonomien gjennom finanspolitikken. Sentralbanken har søkt å få opp veksten ved å holde meget lave renter, i alle fall nominelt. Ettersom mulighetene for videre rentenedgang ikke lenger er til stede, har sentralbanken de siste årene vurdert mer direkte pengepolitiske virkemidler, og har blant annet kjøpt aksjer i markedet.

Figur 7 viser at forventningene til økonomisk vekst i Europa og USA har falt det siste året. Fremdeles kommer mye av etterspørselsøkningen i verdensøkonomien fra konsumentene i USA. Lavere renter og stigende huspriser, samt store skatteletter har til nå gitt amerikanerne økt kjøpekraft. Mye av denne etterspørselen har blitt rettet mot importvarer, og handelsunderskuddet har vært stort i første kvartal 2003.

Flere økonomer forventer at amerikansk konsumetterspørsel vil flate ut dette året som følge av mindre skatteletter, større arbeidsløshet og mindre rentenedgang. Svekkelsen av dollarkursen kan imidlertid virke positivt for konkurranseutsatt sektor. Mange håper at investeringssetterspørselen skal ta seg opp, og kompensere for mindre vekst i konsumetterspørselen. Bedret kontantstrøm og mindre gjeld enn tidligere gjør det mulig for bedriftene å øke investeringene. Men vanligvis er en oppgang i investeringene koplet til en oppgang i konsumetterspørselen, ikke en stabil eller nedadgående trend som vi er inne i nå.

Euroen har styrket seg mot dollar i første kvartal. Dette vil etterhvert legge press på lønnsomhet og arbeidsplasser i eksportsektoren i Europa, i en situasjon der arbeidsløsheten allerede øker i Europa. Stabilitetspakten i EU, der regjeringene forplikter seg til ikke å øke de offentlige underskudd over en viss grense, legger begrensninger på hva det offentlige kan bidra med for å stimulere etterspørselen. Pengepolitikken i Europa er knyttet til inflasjonsmål, ikke til etterspørselen i økonomien. Men til tross for at inflasjonen var over målet på 2 prosent vekst, senket den europeiske sentralbanken rentene med 0,25 prosentpoeng til 2,5 prosent i begynnelsen av mars.

Utviklingen i første kvartal har pekt mot fortsatt svak økonomisk vekst i USA og Europa. Noe kan være relatert til høyere oljepriser og politisk usikkerhet rundt Irak-krisen. Men i tillegg kommer SARS-viruset, som allerede har redusert reiseaktiviteten til Asia, og som kan komme til å ha store negative økonomiske konsekvenser. I de siste ukene er vekstanslagene for i år nedjustert for flere av landene i Asia, med henvisning til konsekvensene av SARS.

3.2 Rentemarkedene

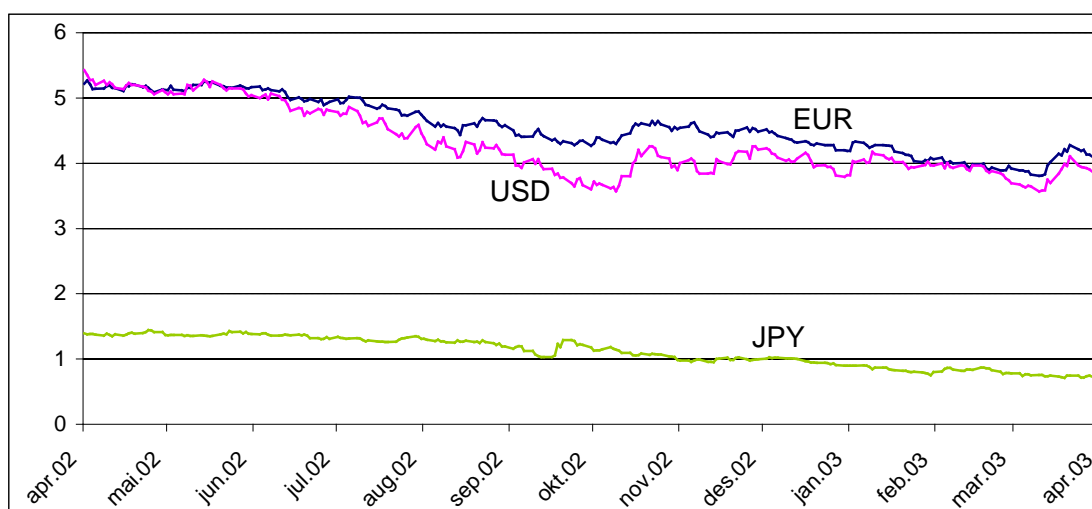
Rentene på statsobligasjoner med ti års løpetid har vært relativt stabile i USA og Europa, mens de tilsvarende rentene i Japan har sunket fra ca 0,9 til 0,75 prosent. Figur 8 viser at statsrentene i USA har ligget rundt 4 prosent, mens de i Europa har ligget litt høyere. Statsrentene var på det laveste i begynnelsen av mars, da det var åpenbart at krigen i Irak ville komme og stor usikkerhet om konsekvensene av den for verdensøkonomien. Men etter at krigen startet 20. mars har lange renter steget igjen.

Rentenivåene i Europa og USA er relativt like, blant annet fordi begge regionene ser ut til å være inne i samme konjunkturfase. USA har likevel ligget noen måneder foran, både med hensyn til utviklingen i realøkonomien og med hensyn til mottiltak fra myndighetene. En forskjell har vært at underskuddene på statsbudsjettet i USA har økt sterkere enn i Europa. Det økte tilbudet av statsobligasjoner har ikke ført til at statsrentene i USA har fulgt noen annen utviklingsbane enn rentene i Europa.

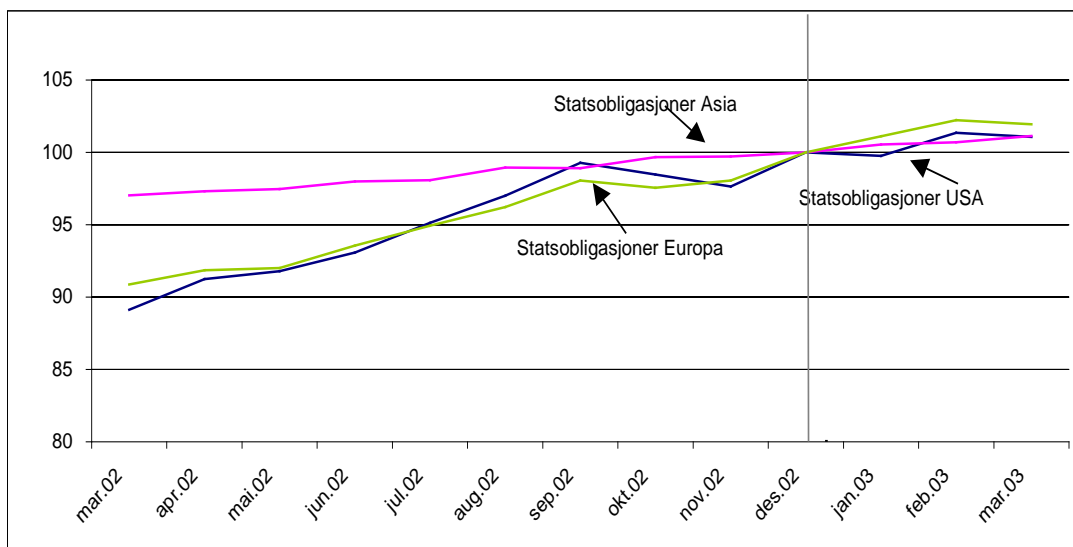
Statsrentene i Japan har falt, dels som en følge at det er liten kredittetterspørsel i økonomien, og dels som en følge av forventninger om nye pengepolitiske tiltak fra den japanske sentralbanken. Markedet har ventet at sentralbanken skulle kjøpe tilbake større volumer av statsobligasjoner med lang løpetid, og samtidig gjennomføre andre tiltak for å øke likviditeten i markedet. Byttet av sentralbanksjef i Japan har imidlertid så langt ikke ført til endringer i pengepolitikken.

Kreditspreadene i USA har vist fallende tendens fra i fjor høst, se figur 9. Kreditspreadene økte imidlertid før Irak-krigen i begynnelsen av mars, for så å falle tilbake etter at krigen startet. Bedriftene har vært i gjennom en periode der de har søkt å redusere gjeldsbelastningen. Investeringer og andre kostnader har vært kuttet for å kunne betale ned gjeld. De bedriftene som ikke har hatt inntekter nok til å betale ned gjeld har søkt å øke løpetiden på gjelden. Denne prosessen startet for et par år siden og synes på langt nær å være ferdig ennå. Mange investorer kjøper nå kredittobligasjoner fordi de regner med at rentene på disse vil synke etterhvert som bedriftene greier å redusere gjeldsgraden.

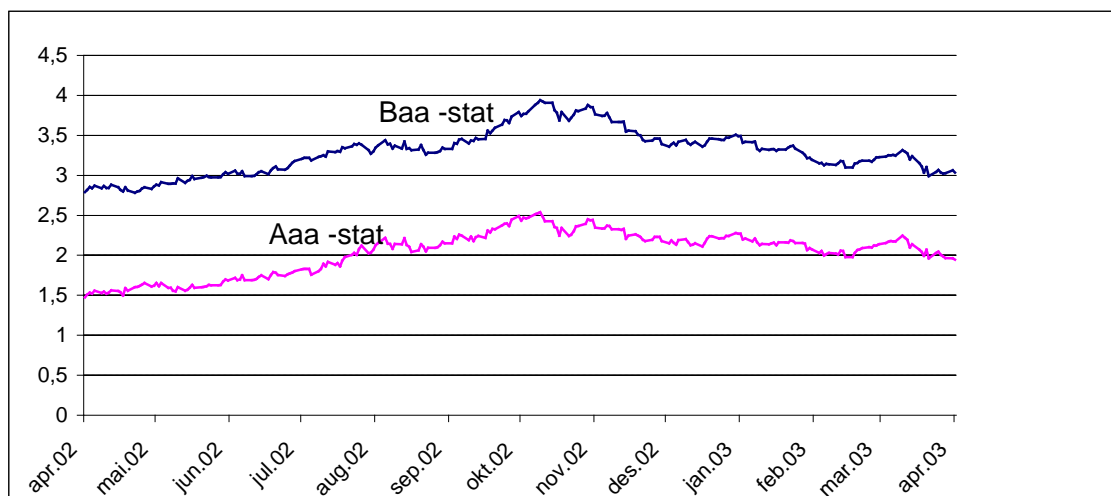
Figur 8: Utviklingen i de viktigste obligasjonsmarkedene siste 12 måneder. Rentene på statsobligasjoner med om lag 10 års gjenværende løpetid. Prosent p.a.



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



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



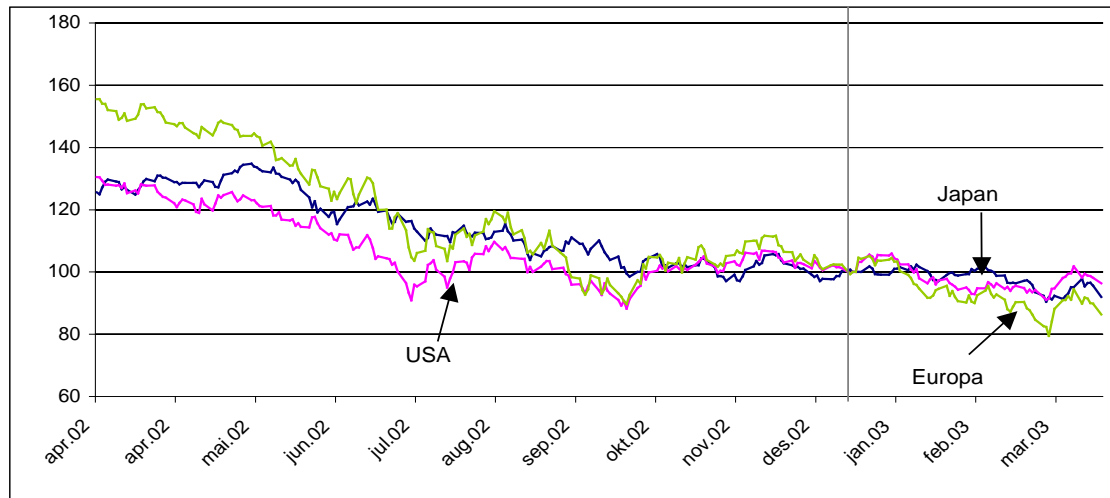
3.3 Aksjemarkedene

Aksjekursene falt i alle tre hovedmarkedene i første kvartal, se figur 11. I USA og Europa var det riktignok kursstigning fram til midten av januar, men etterpå har det særlig i Europa vært et kraftig fall. Samlet for kvartalet var indeksavkastningen i Europa – 15,6 prosent, mens den i USA var –3,6 prosent. I Japan holdt kursene seg godt oppe fram til midten av februar, men fallet mot slutten av kvartalet gav en samlet indeksavkastning på –8,0 prosent.

Også Europa opplevde i første kvartal et alvorlig tilfelle av misvisende regnskapsførsel. Aksjekursen i nederlandske matvareleverandøren AHOLD falt sterkt etter at dette ble oppdaget. Mange investorene har også blitt mer skeptiske til informasjonsverdien i regnskapene fra noen finansinstitusjoner og spesielt fra enkelte livsforsikringsselskaper. Dette har medvirket til at aksjemarkedene i blant annet Tyskland og Nederland har falt mye så langt i år. Samtidig har høye oljepriser, svakere vekstutsikter for økonomiene, Irak-krisen, og sterkere euro lagt press på de europeiske aksjemarkedene.

Tabell 3 viser at det i første kvartal regnet mot fondets valutakurv var negativ avkastning i alle de ti hovedsektorene som FTSE-indeksen består av. Kursfallet var minst innen informasjonsteknologi med en avkastning på –3,3 prosent. Generelt ser forholdstallene mellom aksjekurser og inntjening ut til å være blitt mer like i ulike sektorene enn de tidligere har vært. Ser vi på prisingen regionene imellom er det fortsatt slik at investorer verdsetter amerikanske aksjer høyere i forhold til selskapenes inntjening og andre vanlige verdsettingsmål. Inntjeningen er i alle hovedmarkedene på vei opp fra meget lave nivåer. Økningen i inntjeningen er imidlertid ikke veldig sterk, og den er mer drevet av kostnadskutt enn av større salgsinntekter.

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



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

	USD	NOK	Valutakurv
Råvarer	-3,81	0,76	-5,40
- av dette olje og gass	-3,46	1,12	-5,06
Prosessindustri	-7,88	-3,50	-9,40
Generell industri	-5,58	-1,10	-7,15
Konjunkturfølsomme varer	-9,74	-5,46	-11,23
Ikke-konjunkturfølsomme varer	-3,31	1,28	-4,91
- av dette farmasi og bioteknologi	-1,18	3,51	-2,82
Konjunkturfølsomme tjenester	-3,63	0,95	-5,22
- av dette detaljhandel	-0,12	4,62	-1,77
- av dette media og foto	-5,72	-1,24	-7,28
Ikke-konjunkturfølsomme tjenester	-8,88	-4,56	-10,39
- av dette telekommunikasjon	-8,25	-3,89	-9,77
Energi og vannforsyning	-3,23	1,36	-4,83
Finansielle tjenester	-7,21	-2,80	-8,74
- av dette banker	-5,33	-0,84	-6,90
- av dette forsikringsselskaper	-13,84	-9,75	-15,27
- av dette finansinstitusjoner	-5,11	-0,60	-6,68
Informasjonsteknologi	-1,64	3,03	-3,27
- av dette IT maskinvare	-0,78	3,93	-2,42
- av dette programvare og tjenester	-2,78	1,84	-4,39

4. Gjennomføring av forvaltningen

Markedsverdien av Petroleumsfondets valutaportefølje var ved årsskiftet på 609,0 milliarder kroner. Finansdepartementet overførte 31. januar 19,6 milliarder kroner til fondets kronekonto, 28. februar 14,4 milliarder, og 31. mars ytterligere 9,3 milliarder. Tilsvarende beløp i valuta ble samtidig overført til verdipapirporteføljen. Samlet tilførsel til Petroleumsfondets portefølje av internasjonale verdipapirer i første kvartal tilsvarte dermed 43,3 milliarder kroner. Ved utgangen av kvartalet var markedsverdien av fondets samlede verdipapirportefølje på 682,0 milliarder kroner.

Tabell 4: Markedsverdien av Petroleumsfondets delporteføljer (millioner NOK)

	Den ordinære aksjeporteføljen*	Renteporteføljen	Miljøfondet	Petroleumsfondet totalt
31. mars 2002	262 520	360 718	1 794	625 032
30. juni 2002	232 780	371 145	1 438	605 363
30. sep. 2002	218 496	383 911	1 149	603 556
31. des. 2002	229 834	378 017	1 159	609 010
31. mars 2003	264 400	416 440	1 133	681 973

* Til og med 30.09.02 inklusive porteføljen i taktisk aktivaallokering

Det ble i første kvartal gjennomført full rebalansering av Petroleumsfondets faktiske referanseportefølje, etter at referansevektene både ved utgangen av desember og ved utgangen av januar avvek betydelig fra vektene i den strategiske referanseporteføljen. Det ble samtidig gjennomført tilsvarende endringer i den faktiske porteføljen.

Rebalanseringen ble delt i to etapper: Ved utgangen av februar ble aktivaklassevektene i den faktiske referanseporteføljen brakt tilbake til 40 prosent for aksjer og 60 prosent for renter. Samtidig ble regionvektene i aksjereferansen brakt til 50 prosent for Europa og 50 prosent for Amerika/Asia/Oseania. Ved utgangen av mars ble rebalanseringen fullført ved at regionvektene i rentereferansen ble brakt tilbake til de strategiske vektene. Rebalanseringen ble gjennomført på en effektiv måte og med lavere transaksjonsvolumer og -kostnader enn det som har vært vanlig tidligere ved fulle rebalanseringer. Oppdelingen i to etapper var en viktig forutsetning for det.

4.1. Forvaltningen av renteporteføljen

Markedsverdien av renteporteføljen økte i første kvartal fra 378,0 til 416,4 milliarder kroner. Økningen skyldes dels at nye midler ble tilført renteporteføljen med 9,3 milliarder kroner 31. mars, dels at porteføljen hadde positiv avkastning i kvartalet og dels at investeringsvalutaene ble mer verdt i forhold til den norske kronen. 28. februar ble 4,2 milliarder overført fra rente- til aksjeporteføljen, i forbindelse med rebalanseringen som er omtalt ovenfor.

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 markedeksponering 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 også 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, nemlig de to første delporteføljene samt pantsikrede lån i Europa, indekseres internt. Pantsikrede lån i Amerika indekseres imidlertid av eksterne forvaltere. En ny forvalter, TCW, fikk tilført midler til et slikt mandat i løpet av første kvartal.

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.

4.2. Forvaltningen av aksjeporteføljen

Den ordinære aksjeporteføljen ble tilført 19,6 milliarder kroner 31. januar og ytterligere 18,6 milliarder kroner 28. februar, derav 4,2 milliarder fra renteporteføljen. Markedsverdien av aksjeporteføljen var ved utgangen av første kvartal 264,4 milliarder kroner, som var en økning på 34,6 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.

Ved utgangen av kvartalet forvaltes om lag 59 prosent av aksjeporteføljen internt i Norges Bank. Om lag 28 prosent er aktiv forvaltning innen utvalgte sektorer, mens resten i hovedsak er utvidet indeksforvaltning, der det brukes ulike teknikker for å tjene på spesielle prisingssituasjoner. I tillegg holdes noen porteføljer internt i påvente av overføring til eksterne aktive forvaltere.

Om lag 41 prosent av aksjeporteføljen forvaltes eksternt. Mer enn 75 prosent av dette er aktiv forvaltning i regionale mandater, mens det resterende er ekstern forvaltning i sektormandater.

I første kvartal 2003 har fire nye eksterne mandater fått midler til forvaltning: Schroder Investment Management Ltd har fått midler både til et sektormandat og et aktivt mandat for bedrifter som er for små til å inngå i fondets referanseportefølje ("small cap"), Alpha Investment Management Pty er tildelt et aktivt regionmandat, mens Alliance Capital Management LP har fått et sektormandat.

5. Avkastningen av fondet

Inklusive Miljøfondet hadde Petroleumsfondet i første kvartal en periodeavkastning på -1,71 prosent, målt i forhold til referanseporteføljens valutakurv. Målt i norske kroner var totalavkastningen i første kvartal positiv med 4,69 prosent. Forskjellen skyldes at kronen i løpet av kvartalet i gjennomsnitt svekket seg med om lag seks 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: Avkastningen i Petroleumsfondets ordinære portefølje (i prosent). Faktisk portefølje og referanseportefølje i første kvartal 2003

	Målt i fondets valutakurv		Målt i NOK		
	Faktisk portefølje	Referanseportefølje	Faktisk portefølje	Referanseportefølje	Differanse
Januar	-1,23	-1,26	0,27	0,23	0,03
Februar	0,02	0,00	3,10	3,08	0,02
Mars	-0,49	-0,62	1,29	1,15	0,14
Første kvartal	-1,69	-1,88	4,71	4,51	0,19
+ korreksjon for ekstraordinære kostnader og skatt					0,02
= Brutto meravkastning i første kvartal					0,21

Tabell 5 viser at Petroleumsfondets ordinære portefølje (utenom Miljøfondet) hadde en periodeavkastning på -1,69 prosent. Avkastningen var negativ i januar og mars og omtrent null i februar. Tabell 6 viser avkastningen av aksje- og obligasjonsporteføljene i den ordinære porteføljen hver for seg. Målt i forhold til fondets valutakurv hadde aksjeporteføljen negativ avkastning med -7,76 prosent i kvartalet, mens avkastningen for renteporteføljen var positiv med 2,17 prosent.

Tabell 6 viser avkastningstall for totalporteføljen, målt mot ulike valutaer. Amerikanske dollar styrket seg mot valutakurven i første kvartal, og målt i dollar var avkastningen derfor sterkt negativ med -17,88 prosent. Dersom vi i stedet måler mot euro finner vi en periodeavkastning på -1,21 prosent. Mot en valutakurv basert på importvekter var periodeavkastningen positiv med 3,17 prosent.

Tabell 6: Avkastningen i Petroleumsfondets totale portefølje i første kvartal 2003 målt mot ulike referansevalutaer (prosent)

	Aksjer	Renter	Miljøfondet	Total
Fondets valutakurv	-7,76	2,17	-8,20	-1,71
Importvektet valutakurv	-3,18	7,24	-3,65	3,17
Amerikanske dollar	-22,93	-14,64	-23,30	-17,88
Euro	-7,29	2,69	-7,74	-1,21
Norske kroner	-1,75	8,82	-2,22	4,69

Tabell 5 viser at den ordinære porteføljen i første kvartal hadde en meravkastning på 0,19 prosentpoeng i forhold til referanseporteføljen, slik indeksleverandøren beregner referanseavkastningen. Denne differansen gir imidlertid ikke et korrekt bilde av den meravkastningen Norges Bank oppnår i forvaltningen. Selv om Norges Bank hadde fulgt referanseporteføljen helt nøyaktig (indeksforvaltning), ville ikke den faktiske avkastningen blitt lik den referanseavkastningen som indeksen måler.

I første kvartal har det påløpt ekstraordinære transaksjonskostnader ved plassering av nye midler i markedene, og ved rebalanseringen av referanseporteføljen. Petroleumsfondet har videre betalt skatt på aksjeutbytte i en rekke land. Ingen av disse kostnadskomponentene trekkes fra når indeksleverandøren beregner avkastningen på referanseporteføljen. I tabell 5 er det korrigeret for disse komponentene, som til sammen utgjorde 0,02 prosent av totalporteføljen. Med disse korreksjonene er brutto meravkastningen i forvaltningen av Petroleumsfondet i første kvartal på 0,21 prosentpoeng, som i beløp utgjorde om lag 1,3 milliarder kroner. Av dette utgjorde

inntektene fra utlån av verdipapirer om lag 60 millioner kroner. Både aksje- og renteforvaltningen bidro positivt til meravkastningen. De største bidragene kom fra den eksterne aksje- og renteforvaltningen.

Tabell 7 viser at Miljøfondet i første kvartal hadde en avkastning på –8,20 prosent målt i valutakurven, og –2,22 prosent målt norske kroner. Avkastningen var 0,04 prosentpoeng lavere enn porteføljens referanseavkastning. Referanseavkastningen var i første kvartal 0,12 prosentpoeng lavere enn avkastningen på en sammenlignbar referanseportefølje der ingen bedrifter var tatt ut etter miljøkriterier.

Tabell 7: Avkastningen i Miljøfondet i første kvartal 2003 (prosent)

	Målt i fondets valutakurv		Målt i NOK		
	Faktisk portefølje	Referanseportefølje	Faktisk portefølje	Referanseportefølje	Differanse
Januar	-4,92	-4,89	-3,48	-3,45	-0,03
Februar	-1,67	-1,65	1,35	1,38	-0,02
Mars	-1,81	-1,82	-0,05	-0,06	0,01
Første kvartal	-8,20	-8,16	-2,22	-2,18	-0,04
Memo: Ordinær referanse med landvekter som i Miljøfondet				-2,06	-0,12

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 første 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 mars var på 18 basispunkter, målt som forventet relativ volatilitet i forhold til denne porteføljens referanse. Den øvre grensen som Finansdepartementet har fastsatt er på 100 basispunkter.

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. Likevel kan inntil 0,5 prosent av renteporteføljen være investert i papirer som vurderes til Ba fra Moody's eller til BB fra S&P.

Tabell 8: Obligasjonsporteføljen pr. 31.03.2003 fordelt etter kredittvurdering (prosent av markedsverdi)

Moody's		Standard & Poor's	
Karakter	Prosent av total	Karakter	Prosent av total
Aaa	68,36	AAA	66,78
Aa	12,23	AA	17,38
A	14,58	A	8,08
Baa	3,80	BBB	4,26
Ba	0,04	BB	0,04
Lavere	0,01	Lavere	0,00
Ingen rating	0,97	Ingen rating	3,46

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. Forvaltningen har vært innenfor forskriftens og retningslinjenes grenser for risikoeksponering gjennom hele kvartalet.

Tabell 9: Forskriftens og retningslinjenes grenser for risikoeksponering

Paragraf	Risiko	Grenser	Faktisk				
			31.03.02	30.06.02	30.09.02	31.12.02	31.03.03
§ 4	Markedsrisiko	Maksimalt 1,5 prosentpoeng relativ volatilitet	0,4	0,4	0,4	0,4	0,3
§ 5	Aktivafordeling	Obligasjoner 50-70%	57,9	61,5	63,7	62,2	61,2
		Aksjer 30-50%	42,1	38,5	36,3	37,8	38,8
§ 6	Valutafordeling aksjer	Europa 40-60%	49,6	51,1	49,7	50,0	49,4
		Amerika/Asia/Oseania 40-60%	50,4	48,9	50,3	50,0	50,6
	Nye markeder	< 5% av aksjeporteføljen	2,2	2,6	2,6	2,5	2,4
	Valutafordeling renter	Europa 45-65%	54,9	56,6	56,8	58,2	55,6
Amerika 25-45%		35,2	33,6	33,8	32,5	34,5	
		Asia/Oseania 0-20%	9,9	9,9	9,4	9,3	9,9
§ 7	Renterisiko	Modifisert durasjon 3-7	5,3	5,2	5,3	5,3	5,3
§ 8	Kredittrisiko*	Maks 20% i bankinnskudd	4,7	2,5	4,3	3,6	5,5
§ 11	Eierandel	Maks 3% av et selskap	2,6	2,6	2,8	2,6	2,9

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

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.

7. Kostnader i forvaltningen

Tabell 10 gir en oversikt over kostnader ved forvaltningen av Petroleumsfondet i første kvartal 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 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.

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

	Første kvartal 2003		Første kvartal 2002	
	1000 kroner	Basispunkter	1000 kroner	Basispunkter
Honorar til eksterne aksjeforvaltere, eksklusive avkastningsavhengige honorarer	49 506		35 569	
Kostnader til aksjededot og oppgjør	8 138		9 570	
Øvrige kostnader i aksjeforvaltningen	40 223		27 887	
Sum aksjeforvaltning	97 867	16	73 026	12
<i>Avkastningsavhengige honorarer til eksterne aksjeforvaltere</i>	<i>11 108</i>		<i>16 083</i>	
Honorar til eksterne renteforvaltere, eksklusive avkastningsavhengige honorarer	9 036		4 858	
Depotkostnader renter	11 949		5 019	
Øvrige kostnader i renteforvaltningen	39 633		25 673	
Sum renteforvaltning	60 618	6	35 549	4
<i>Avkastningsavhengige honorarer til eksterne renteforvaltere</i>	<i>3 217</i>		<i>1 274</i>	
Sum forvaltningskostnader, eksklusive avkastningsavhengige honorarer	158 485	10	111 365	7
Sum alle forvaltningskostnader	172 810	11	128 722	8

Omregnet til årsrate utgjør kostnadene i tabellen 0,16 prosent (16 basispunkter) av gjennomsnittlig portefølje for aksjer og 0,06 prosent (6 basispunkter) av gjennomsnittlig portefølje for obligasjoner. I tillegg til disse kostnadene ovenfor kommer avkastningsavhengige honorarer til eksterne aksjeforvaltere med 11 millioner kroner og til eksterne renteforvaltere med 3 millioner kroner. Beløpene bestemmes av forvalternes samlede meravkastning over de fire siste kvartalene. Medregnet disse avkastningsavhengige honorarene utgjør aksjekostnadene 18 basispunkter og rentekostnadene 7 basispunkter av gjennomsnittlige delporteføljer.

For hele porteføljen er forvaltningskostnadene, eksklusive avkastningsavhengige honorarer og regnet som årsrate, på 10 basispunkter av gjennomsnittlig markedsverdi ved starten av de tre månedene i første kvartal. På grunn av sterk kronekurs har gjennomsnittlig markedsverdi i første kvartal vært på 633 milliarder, som er betydelig lavere enn forventet gjennomsnittlig markedsverdi for hele året. Påløpte kostnader i første kvartal kan derimot ventes å utgjøre om lag en fjerdedel av kostnadene for hele året. Kostnadene regnet som andel av markedsverdi kan dermed ventes å bli lavere på årsbasis enn de er i første kvartal.

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 første kvartal var på 29 643 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 31. 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 boksen om metodegrunnlag for avkastningsberegningene i avsnitt 5. Tilsvarende er det små avvik i de regnskapsmessige avkastningstallene.

Utenom balansen var det pr. 31.03.2003 kjøpt børsnoterte futureskontrakter med en samlet markedsverdi 63 343,8 millioner kroner og solgt børsnoterte futureskontrakter med en samlet markedsverdi 31 758,1 millioner kroner. Det var kjøpt opsjoner på futures med en samlet markedsverdi på 2,1 millioner kroner. Det var kjøpt rentebytteavtaler med en samlet markedsverdi på 104 525,8 millioner kroner og solgt

rentebytteavtaler med en samlet markedsverdi 105 863,8 millioner kroner. Det var videre kjøpt og solgt valutaer på termin med samlet kontraktsverdi 17 813,1 millioner kroner.

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

Tabell 11: Petroleumsfondets internasjonale portefølje pr 31. mars 2003 fordelt på instrumenter (1000 kroner)

	31.03.02	30.06.02	30.09.02	31.12.02	31.03.03
Kortsiktige fordringer inkl. innskudd i utenlandske banker	16 024 677	2 699 820	7 270 772	9 877 743	20 987 757
Pengemarkedsplasseringer i utenlandske finansinstitusjoner mot sikkerhet i verdipapirer					
	117 783 989	111 666 155	174 327 946	188 229 945	197 996 074
Innlån fra utenlandske finansinstitusjoner mot sikkerhet i verdipapirer	-130 281 198	-125 929 639	-152 080 172	-209 803 763	-250 821 420
Utenlandske rentebærende verdipapirer	365 329 261	388 938 848	359 025 773	394 253 546	455 885 378
Utenlandske aksjer	256 209 363	227 800 284	215 039 688	226 354 150	257 973 804
Reguleringer av terminkontrakter	4 703	157 506	-2 138	122 752	-3 082
Total portefølje før forvaltningsgodtgjørelse	625 070 795	605 332 974	603 581 869	609 034 373	682 018 511
Påløpt forvaltningsgodtgjøring**	-130 000	-260 000	-391 000	-559 835	-184 505*
Total portefølje regnskapsført verdi	624 940 795	605 072 974	603 190 869	608 474 538	681 834 006

* Av dette gjelder 11.695 skyldig forvaltningsgodtgjøring for tidligere år.

Tabell 12: Bokført avkastning av Petroleumsfondets internasjonale portefølje pr 31. mars 2003 (1000 kroner)

Bokført avkastning	31.03.02	30.06.02	30.09.02	31.12.02	31.03.03
Rentelementer	4 927 613	9 919 129	13 864 562	18 705 159	4 989 924
Dividende	1 071 776	2 635 581	3 701 793	4 428 514	1 576 118
Valutakursregulering	-16 538 659	-72 943 773	-81 254 669	-104 109 677	43 969 450
Urealisert verdipapirtap/gevinst	3 245 737	-15 562 677	-44 113 967	-27 071 528	-17 271 494
Realisert verdipapirgevinst	-5 350 807	-8 888 435	-15 151 178	-19 934 100	-3 642 108
Kurtasje	-2 487	-1 030	3 274	-877	-6 926
Terminhandel valuta	-214	72	4 691	4 681	-903
Gevinst/tap futures	105 566	-969 702	-2 232 270	-2 032 369	29 215
Bokført avkastning på plasseringer	-12 541 475	-85 810 835	-125 177 764	-130 010 197	29 643 277
Påløpt forvaltningsgodtgjøring	-130 000	-260 000	-391 000	-559 835	-184 505
Netto avkastning markedsverdi	-12 671 475	-86 070 835	-125 568 764	-130 570 032	29 458 772