

Forvaltning av Statens petroleumsfond

Rapport for tredje kvartal 2003

Sammendrag

Statens petroleumsfond hadde i tredje kvartal en periodeavkastning på 1,68 prosent målt i den valutakurven som svarer til sammensetningen av Petroleumsfondets referanseportefølje. Samlet for de tre første kvartalene i 2003 var avkastningen 7,68 prosent.

Avkastningen på aksjeporteføljen var i tredje kvartal 4,24 prosent målt i referanseporteføljens valutakurv. Aksjekursene i alle de tre hovedmarkedene steg gjennom kvartalet. Rentepordeføljen hadde derimot en svak negativ avkastning i kvartalet, med -0,15 prosent målt i valutakurven.

I tredje kvartal 2003 var avkastningen på Petroleumsfondets ordinære portefølje 0,15 prosentpoeng høyere enn avkastningen på den referanseporteføljen som Finansdepartementet har definert. For de tre første kvartalene i 2003 var brutto meravkastningen på 0,49 prosentpoeng.

Miljøfondet hadde i tredje kvartal 2003 en avkastning på 4,99 prosent målt i referanseporteføljens valutakurv. Samlet for de ni første månedene i 2003 var avkastningen på 11,14 prosent.

Markedsverdien på fondets samlede verdipapirportefølje var 803,3 milliarder kroner ved utgangen av tredje kvartal, som er en økning på 27,8 milliarder i løpet av kvartalet og en økning på 194,3 milliarder siden årsskiftet.

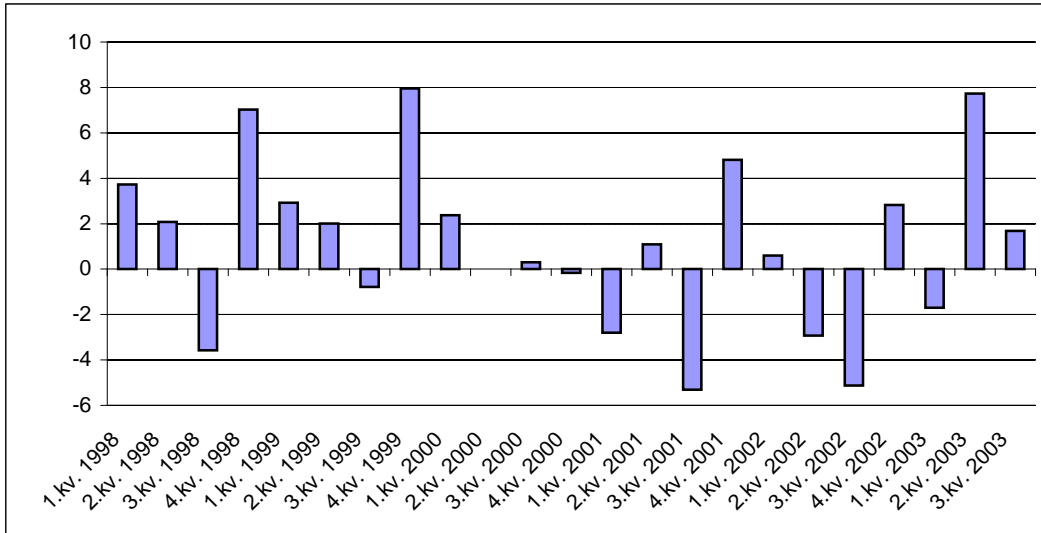
Økningen i markedsverdien i tredje kvartal skyldes både positiv avkastning og tilførsel av nye midler. En sterkere kronekurs i forhold til de valutaer fondet er investert i bidro til en reduksjon i fondets verdi med ca. 7,4 milliarder kroner i løpet av tredje kvartal. Dette har ingen betydning for fondets internasjonale kjøpekraft. Tilførselen av nye midler var på 21,9 milliarder kroner, mens avkastningen på investerte midler målt i internasjonal valuta utgjorde om lag 13,3 milliarder.

1. Hovedtall

Avkastningen i tredje kvartal 2003 var positiv med 1,68 prosent, målt i den valutakurven som svarer til sammensetningen av fondets referanseportefølje.

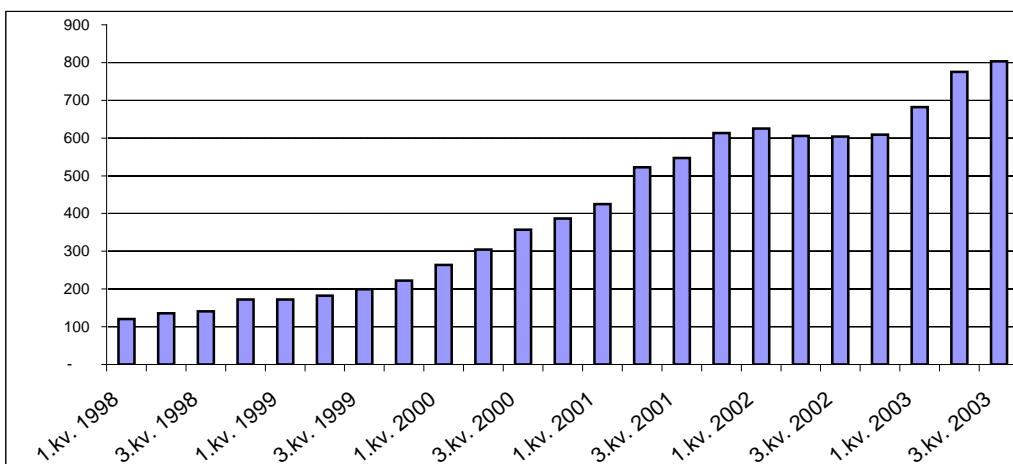
Figur 1 viser kvartalsvis avkastning siden fondet for første gang investerte i aksjer i 1998. 14 av i alt 23 kvartaler har gitt positiv avkastning.

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 803 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 på grunn av stor tilførsel til fondet. 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 3,16 prosent. Tabell 1 viser avkastningen fram til utgangen av tredje 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.

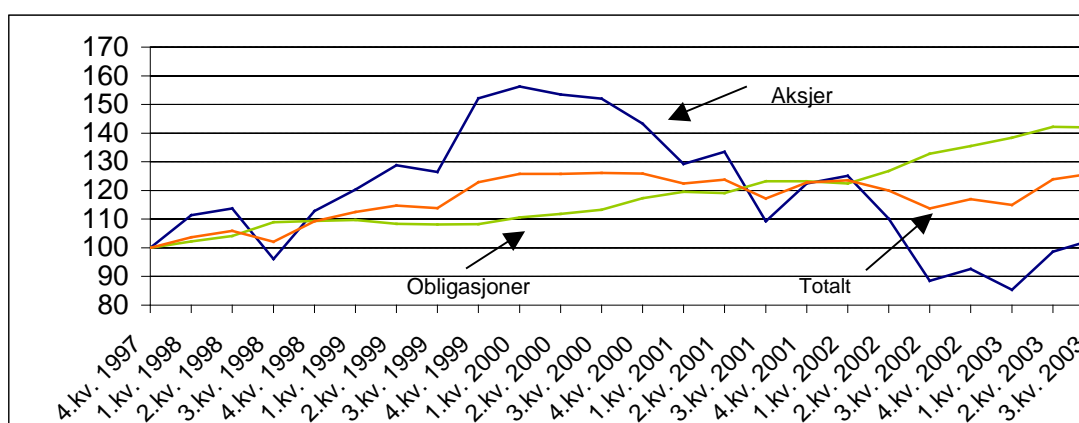
Høyre kolonne i tabellen viser at brutto meravkastning i gjennomsnitt har vært på 0,41 prosentpoeng pr. år regnet fra 1. januar 1997. Dette er avviket mellom avkastningen på den faktiske porteføljen og avkastningen på referanseporteføljen, regnet som aritmetisk differanse og deretter omregnet til årsrate. 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 tredje 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	4,82	1,53	0,08	3,16	0,41
Fra 01.01.98	4,10	1,49	0,08	2,49	0,42
Fra 01.01.99	3,04	1,62	0,08	1,33	0,47
Fra 01.01.00	0,67	1,71	0,08	-1,09	0,29
Fra 01.01.01	0,02	1,58	0,08	-1,62	0,32
Fra 01.01.02	1,47	1,81	0,09	-0,43	0,42

Figur 3 viser akkumulert avkastning fra 1. januar 1998 for rente- og aksjeporteføljene hver for seg. I løpet av disse 23 kvartalene har aksjeinvesteringene nominelt gitt en akkumulert positiv avkastning på 2,85 prosent, mens obligasjonsinvesteringene har gitt en avkastning på 42,01 prosent.

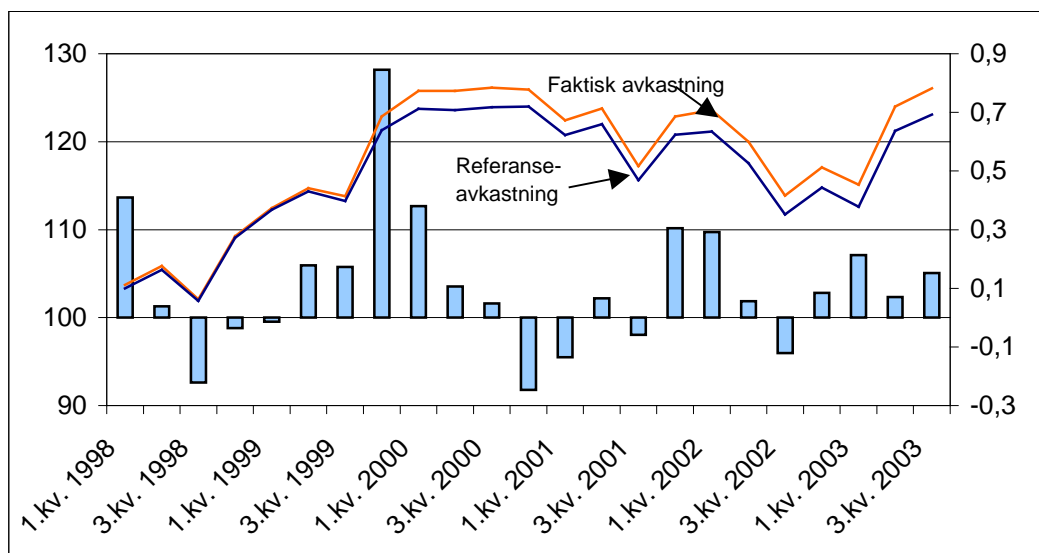
Figur 3: Indeks for akkumulert avkastning av delporteføljene i Petroleumsfondet (aksjer inkl. Miljøfondet) 1998-2003. Fondets valutakurv pr 31. desember 1997=100



Figur 4 viser akkumulert avkastning for Petroleumsfondet siden 1. januar 1998. Fram til utgangen av tredje kvartal 2003 har avkastningen vært 26,1 prosent. I det samme tidsrommet har avkastningen på referanseporteføljen vært 23,1 prosent. Forskjellen mellom den faktiske avkastningen og avkastningen på referanseporteføljen er den meravkastningen som Norges Bank har oppnådd. Siden 1998 har den akkumulerte

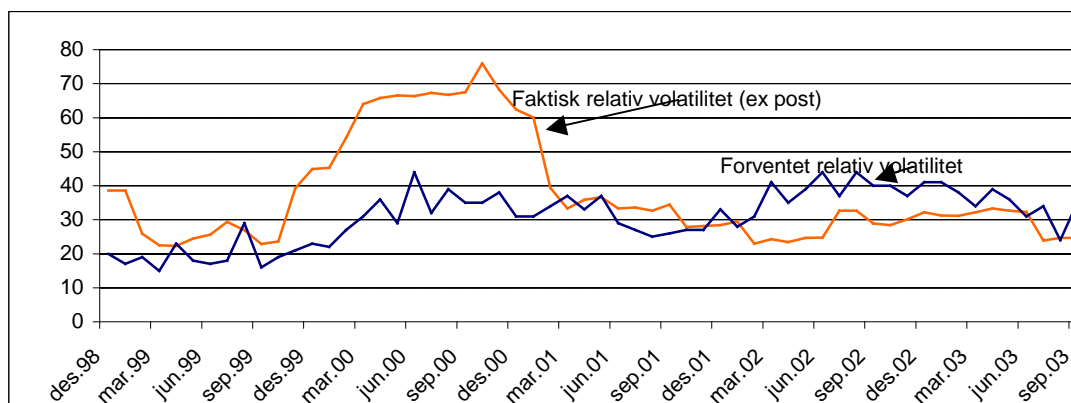
brutto meravkastningen vært på til sammen 3,01 prosentpoeng, som i beløp svarer til 8,7 milliarder kroner.

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 på 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 (hundre deler 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

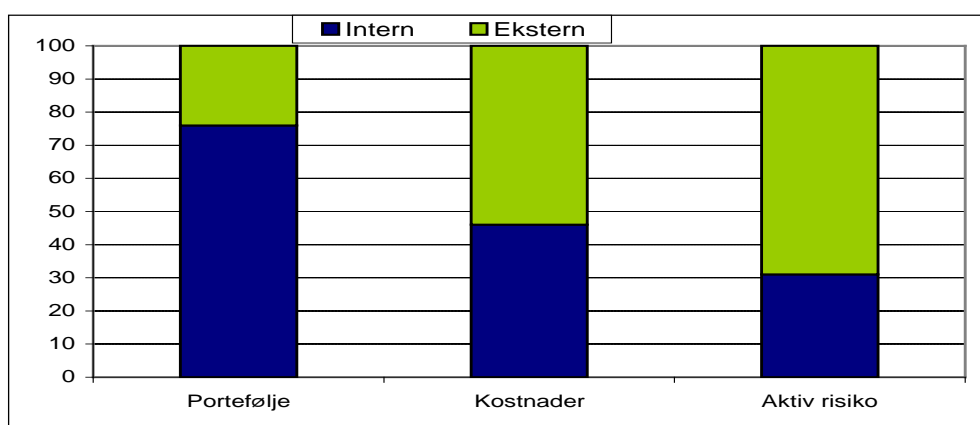
markedsutviklingen, som for eksempel endringer i volatiliteten i markedene og i korrelasjoner mellom de ulike aktivklasser og verdipapirer. Relativ volatilitet har hele tiden ligget godt under den grensen som Finansdepartementet har satt for den relative markedsrisikoen i Petroleumsfondets portefølje.

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 første kvartal 1998 til og med tredje kvartal 2003 har informasjonsraten for fondet vært på 1,05 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 eksterne og intern forvaltning. Den viser at ved utgangen av tredje kvartal ble 24 prosent av Petroleumsfondet forvaltet av eksterne forvaltere. Samtidig utgjorde kostnadene ved eksterne forvaltning 54 prosent av de samlede forvaltningskostnadene. Markedsrisikoen i den eksterne forvaltningen utgjorde rundt 69 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 større 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 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 andelen 55 prosent i Europa, 35 prosent i Amerika og 10 prosent i Asia/Oseania.

Finansdepartementet endret referanseporteføljen for aksjedelen i brev av 21. august 2003 med virkning fra markedsslutt den 19. september. På denne datoen introduserte FTSE nye hovedindekser, og departementet besluttet at Petroleumsfondets referanseindeks skal være basert på FTSEs delindekser som inneholder store og mellomstore selskaper. Endringen er gjort gjeldende både for Petroleumsfondets ordinære portefølje og for Miljøfondet. Den nye referanseindeksen for den ordinære porteføljen inneholder rundt 2200 aksjeselskaper sammenlignet med om lag 1800 i den tidligere referanseporteføljen.

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. september 2003 for Petroleumsfondets ordinære portefølje (eksklusive Miljøfondet). Tall i prosent

Land for aksjereferansen Valuta for rentereferansen	Aksjer		Obligasjoner	
	Strategisk referanseportefølje	Faktisk referanseportefølje	Strategisk referanseportefølje	Faktisk referanseportefølje
Vekt aktivaklasser	40,0	41,0	60,0	58,8
Belgia		0,7		
Finland		1,0		
Frankrike		6,8		
Hellas		0,3		
Irland		0,5		
Italia		2,9		
Nederland		3,4		
Portugal		0,3		
Spania		2,5		
Tyskland		4,5		
Østerrike		0,1		
<i>Euro-området (EUR)</i>		23,0		47,1
Storbritannia (GBP)		17,4		6,2
Danmark (DKK)		0,5		0,9
Sveits (CHF)		5,0		0,5
Sverige (SEK)		1,5		0,8
Tyrkia		0,1		
Sum Europa	50,0	47,5	55,0	55,5
USA (USD)		35,8		33,0
Brasil		0,3		
Canada (CAD)		1,5		1,6
Mexico		0,3		
Sum Amerika			35,0	34,5
Australia (AUD)		2,0		0,7
Hong Kong		1,1		
Japan (JPY)		9,0		8,8
New Zealand (NZD)		0,1		0,2
Singapore (SGD)		0,3		0,3
Sør-Korea		0,9		
Taiwan		1,2		
Sum Asia / Oseania			10,0	9,9
Sum Amerika / Asia / Oseania	50,0	52,4		

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

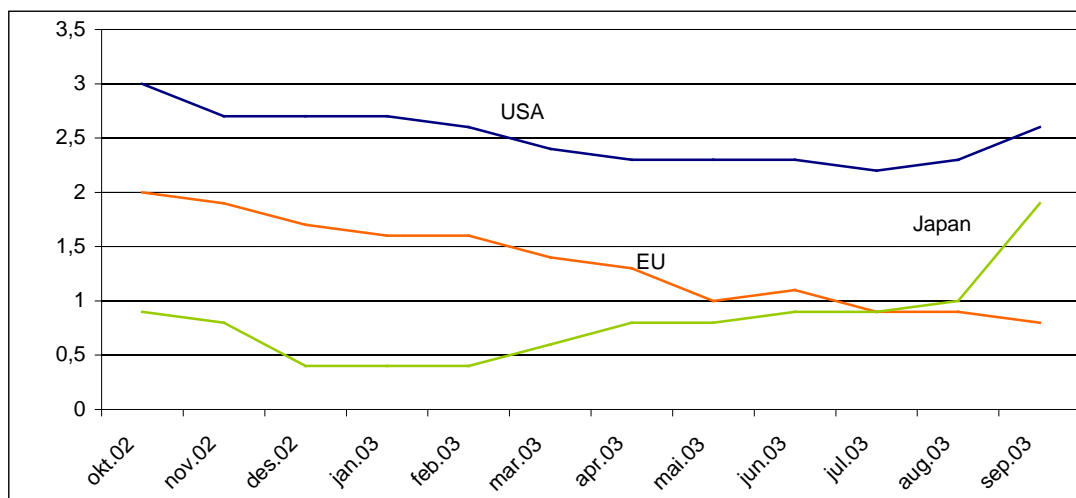
Prognosene for vekst i den japanske økonomien ble justert opp i løpet av tredje kvartal fra i underkant av en prosent til i underkant av to prosent. Også i USA skjedde det en viss oppjustering av vekstprognosene, og gjennomsnittet av mange økonomers prognoser viser en forventet vekst på 2,6% for 2003. I Europa er forventet årsvekst på 0,8 %, som er noe ned fra inngangen til kvartalet. Figur 7 viser gjennomsnittet av mange markedsaktørers forventede vekst i BNP i Japan, USA og EU i 2003.

Den økonomiske aktiviteten i Japan har vist sterk vekst de seneste månedene. Veksten er i hovedsak drevet av en sterk eksportsektor, og spesielt av økt eksport til Kina. Mye av denne eksporten er kapitalvarer som brukes til å bygge ny industriell kapasitet i Kina for japanske selskaper. Dette er en del av et større bilde der japanske, koreanske og amerikanske bedrifter flytter mer og mer av sin produksjon til Kina. Dette skjer delvis for å kunne selge i det lokale kinesiske markedet, men også for å selge produktene i det internasjonale markedet.

I USA er økonomien blitt stimulert ved gjennomføring av skattelettelser med virkning fra i sommer. Etterspørselen fra amerikanske husholdninger er blitt ytterligere stimulert av en nedgang i det langsiktige rentenivået. Lavt rentenivå har dessuten bidratt til en høy etterspørsel etter nye og brukte boliger. Mange husholdninger har tatt opp mer lån mot sikkerhet i egen bolig og brukt disse pengene til kjøp av forbruksvarer. I tillegg til sterk konsumetterspørsel i USA ser investeringsetterspørselen særlig etter IT-utstyr ut til å ha tatt seg opp.

Veksten i Europa er hemmet av en sterkere valuta, men også av en svak privat konsum- og investeringsetterspørsel. I motsetning til i USA har detaljhandelen i EMU-området hatt en svak utvikling i år. Arbeidsledigheten har vært stigende, noe som har medført høyere utgifter til trygde og pensjoner. Sammen med en reduksjon i skatteinnbetalingene har dette ført til et ytterligere press på statsfinansene. Portugal, Frankrike, Tyskland og Italia ligger an til et budsjettunderskudd på mer enn 3 prosent av BNP i år.

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.

Selv om det er forventet at den økonomiske veksten i USA og Japan for inneværende år blir sterkere enn tidligere antatt, har det ikke skjedd noen vesentlige oppjusteringer i inflasjonsanslagene for 2003 eller 2004. Dette har delvis sammenheng med at det er mye ledig kapasitet i verdensøkonomien, og delvis med at Kina fremstår som en ny meget konkurransedyktig produsent av billige varer. India er i ferd med å utvikle seg til en betydelig eksportør av tjenester, men omfanget er ennå ikke stort nok til at tjenestepriene i verdensøkonomien for øvrig blir påvirket.

Dollaren styrket seg i takt med stadig bedre tall fra den amerikanske økonomien i første halvdel av tredje kvartal. Denne utviklingen endret seg etter fellesuttalelser fra det seneste G7 møtet, der de store landene uttalte at de var i favør av mer markedsbestemte valutakurser. Valutamarkedet oppfattet dette som en kritikk mot mange asiatiske sentralbankers praksis med store og hyppige intervensjoner i valutamarkedene. Spesielt har det vært stor oppmerksomhet mot den japanske og den kinesiske valutaen. Disse valutaene har også styrket seg i tiden etter møtet.

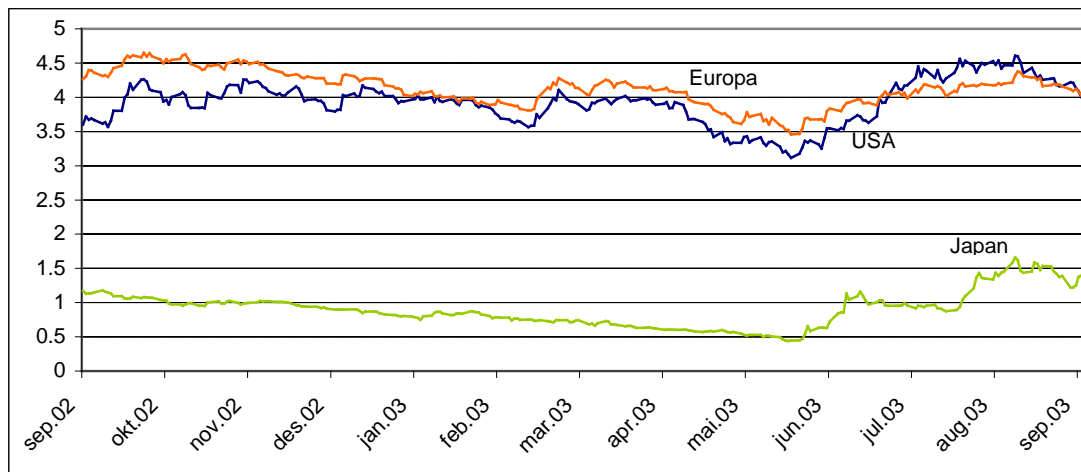
3.2. Rentemarkedene

Obligasjonsrentene i USA og Japan har steget i takt med forventningene om økonomisk vekst i de respektive økonomiene. Det har vært en noe mindre renteoppgang i de europeiske markedene. Renteoppgangen har vært spesielt sterk i Japan der ti års statsobligasjonsrenter har steget fra 0,5% til ca 1,5%. En må gå tre år tilbake for å finne tilsvarende høye renter i Japan. Amerikanske og europeiske renter er derimot tilbake til nivået før mai i år.

Underskuddet på statsbudsjettene i både USA og Europa øker fra i fjor. Mye av underskuddet blir finansiert ved utstedelse av obligasjoner, noe som isolert sett vil bidra til høyere rentenivå. Lav inflasjon i verdensøkonomien, har sammen med stor etterspørsel i Asia etter amerikanske statsobligasjoner hittil motvirket effekten av det økte tilbudet. Inflasjonstakten i USA har vært fallende fra inngangen til 2002.

Inflasjonen faller fordi produktiviteten er høy samtidig som lønnsveksten er svak, og fordi importprisene ikke øker til tross for en svakere dollar.

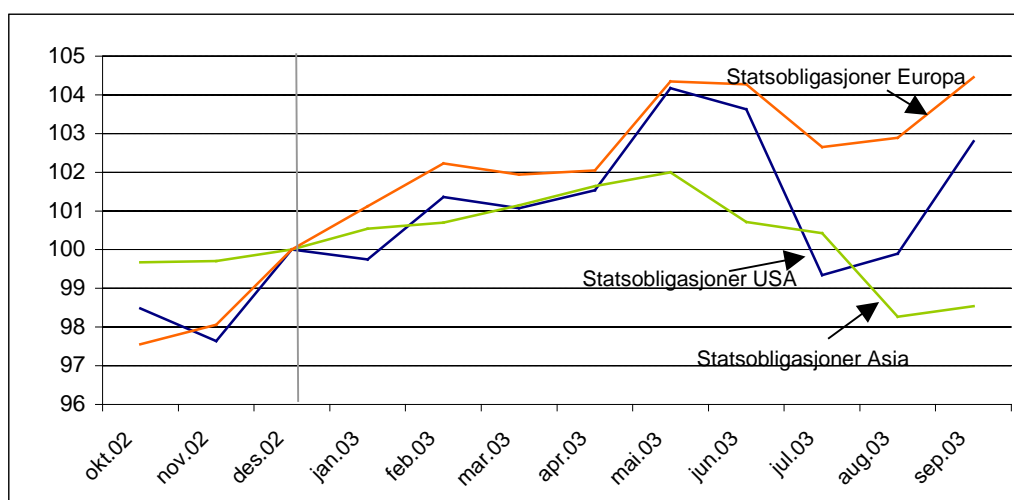
Figur 8: Utviklingen i de viktigste obligasjonsmarkedene siste 12 måneder. Rentene på statsobligasjoner med om lag 10 års gjestående løpetid. Prosent p.a.



Inflasjonstakten i Europa er noe forskjellig landene i mellom, men et svakt arbeidsmarked og en sterkere euro har holdt inflasjonen relativt stabil på et nivå noe over det vi har sett i USA. Investorene priser langsiktige statsobligasjoner relativt likt i Europa og i USA, noe som tyder på at inflasjonsforventningene for disse to områdene ikke er svært forskjellig.

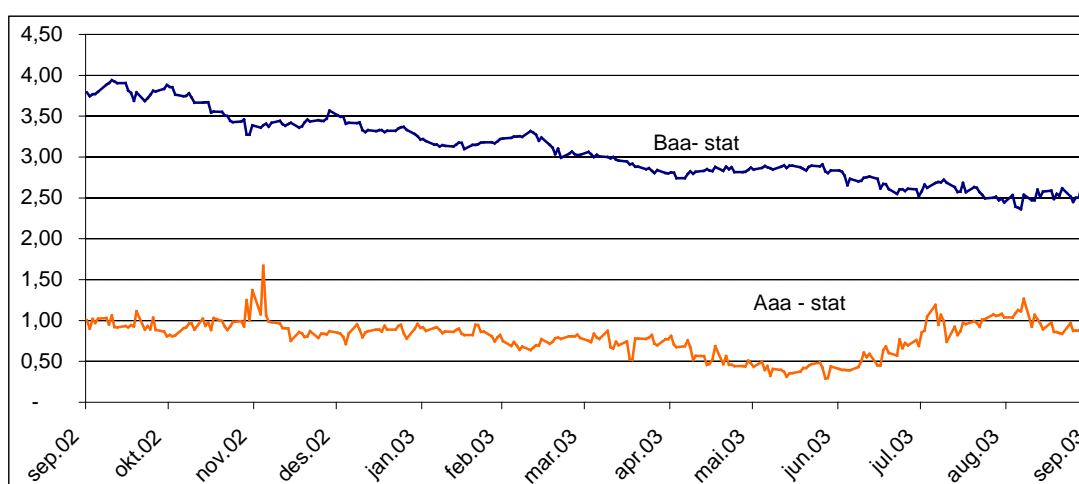
Japanske renter viser derimot at det er forventninger om fortsatt deflasjon i årene som kommer. Økt aktivitetsnivå i økonomien, eller endret adferd hos store obligasjonsinvestorer i Japan, kan imidlertid gi store svingninger i rentenivået. Det japanske obligasjonsmarkedet er dominert av noen få store innenlandske institusjoner.

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 generelt vist en fallende tendens i løpet av tredje kvartal. Andre og tredje kvartal gav positive overraskelser med hensyn til vekst i økonomiene, spesielt i USA og Japan. Selskapene vil vanligvis øke inntjeningen, og risikoen for konkurs vil falle når den økonomiske veksten øker. Dette innebærer at investorene vil akseptere lavere renteforskjell for å være investert i kredittobligasjoner sammenlignet med statsobligasjoner. Figuren under viser at investorene allerede i mars/april i år hadde forventninger om at den økonomiske veksten ville øke, ettersom forskjellen mellom den renten kredittverdige amerikanske låntakere må betale og det staten i USA må betale falt allerede da.

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

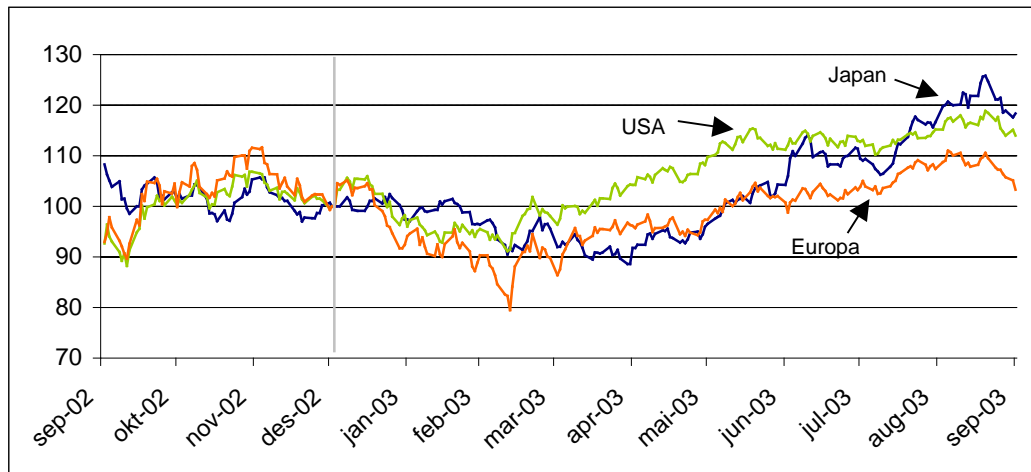


I tillegg til den generelle økonomiske utviklingen er det en rekke andre forhold som bidrar til utviklingen i denne renteforskjellen. Bedriftenes holdning til hvor mye gjeld det er forsvarlig å ha på balansen er en slik parameter. Etter at teknologiboblen sprakk i 2000 har bedriftene i de aller fleste bransjer ønsket mindre gjeld. Bedriftene har greid å redusere gjelden samtidig som rentene har falt, noe som har bidratt til lavere renteforskjeller.

3.3. Aksjemarkedene

Kursoppgangen i verdens aksjemarkeder fortsatte også i tredje kvartal. Særlig var det stor oppgang i markedene i Asia, i Sør-Amerika og i Øst Europa. Mindre selskaper har hatt en sterkere kursoppgang enn store selskaper. Aksjekursene i teknologi- og andre konjunkturfølsomme bransjer har steget mer enn andre bransjer. Dette er i tråd med hva en kan vente når investorene har forventninger om økende vekst i verdensøkonomien. I en slik situasjon vil aksjeinvestorene søke mot de aksjer, bransjer og land som en regner med er mest sensitive overfor en bred økonomisk oppgang.

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



Kursoppgangen begynte allerede i mars, lenge før krigen i Irak var avsluttet og har fortsatt fram til utgangen av tredje kvartal. Den sterke oppgangen i andre kvartal var drevet av en nedgang i risikopremien etter at investorene så at Irak-krigen ikke ville bli så ødeleggende for energi-infrastrukturen i Midt-Østen som mange fryktet på forhånd.

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

	USD	NOK	Valutakurv
Råvarer	3,18	0,86	1,78
- av dette olje og gass	0,76	-1,51	-0,62
Prosessindustri	10,75	8,26	9,24
Generell industri	10,14	7,66	8,64
Konjunkturfølsomme varer	11,15	8,65	9,63
Ikke-konjunkturfølsomme varer	-0,65	-2,88	-2,00
- av dette farmasi og bioteknologi	-3,77	-5,93	-5,08
Konjunkturfølsomme tjenester	3,62	1,29	2,21
- av dette detaljhandel	5,22	2,85	3,79
- av dette media og foto	-1,17	-3,39	-2,52
Ikke-konjunkturfølsomme tjenester	0,13	-2,13	-1,24
- av dette telekommunikasjon	-1,47	-3,69	-2,81
Energi og vannforsyning	1,04	-1,23	-0,33
Finansielle tjenester	6,41	4,02	4,96
- av dette banker	4,59	2,23	3,16
- av dette forsikringsselskaper	5,61	3,23	4,17
- av dette finansinstitusjoner	10,24	7,76	8,74
Informasjonsteknologi	13,60	11,04	12,05
- av dette IT maskinvare	17,36	14,72	15,76
- av dette programvare og tjenester	7,82	5,40	6,35

Etter at krigen var avsluttet endret fokus seg fra situasjonen i Irak til bedriftenes inntjening i USA. Inntjeningen i tredje kvartal var høyere enn forventet, noe som bidro til ytterligere kursoppgang. Den sterke inntjeningen hadde flere årsaker. Bedriftene i energisektoren leverte bedre resultater fordi prisene på olje og gass var relativt høye i månedene før. En svakere dollar bidro til at eksportrettede selskaper innenfor teknologi og konsumvarer bedret sine resultater gjennom kvartalet. Den sterke økningen i innenlandsk etterspørsel i USA fra i sommer har også bidratt til økt inntjening i bedriftene.

Økt etterspørselsvekst fra USA og Asia har bidratt til økt inntjening i japanske eksportbedrifter. Det har vært en særlig sterk etterspørselsvekst fra Kina etter at SARS-epidemien kom under kontroll. Økt interesse fra internasjonale investorer har i særlig grad bidratt til oppgangen i de japanske aksjemarkedet. Det er særlig aksjekursene innenfor sektorene stål, teknologi og bank som har utviklet seg sterkt i løpet av kvartalet.

De europeiske aksjemarkedene har generelt hatt en noe svakere utvikling enn de øvrige hovedmarkedene. I tillegg til en svak økonomisk utvikling, har svekkelsen av dollaren bidratt til at eksportbedriftenes konkurransesituasjon er blitt vanskeligere.

4. Gjennomføring av forvaltningen

Markedsverdien av Petroleumsfondets portefølje plassert i de internasjonale kapitalmarkedene var ved starten av tredje kvartal på 775,5 milliarder kroner. Finansdepartementet overførte 31. juli 5,9 milliarder kroner til fondets kronekonto, 29. august 8,0 milliarder, og 30. september ytterligere 8,0 milliarder. Tilsvarende beløp i valuta ble samtidig overført til verdipapirporteføljen. Ved utgangen av kvartalet var markedsverdien av fondets samlede verdipapirportefølje på 803,3 milliarder kroner.

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

	Den ordinære aksjeporteføljen	Renteporteføljen	Miljøfondet	Petroleumsfondet totalt
30. sep. 02	218 496	383 911	1 149	603 556
31. des. 02	229 834	378 017	1 159	609 010
31.mar. 03	264 400	416 440	1 133	681 973
30. jun. 03	318 915	455 273	1 335	775 523
31. jul. 03	327 202	447 097	1 372	775 671
31. aug. 03	345 565	466 721	1 449	813 735
30. sep. 03	329 446	472 465	1 389	803 299

I løpet av tredje kvartal økte fondets markedsverdi med 27,8 milliarder kroner. Av dette kom 21,9 milliarder fra tilførsel av nye midler, mens 13,3 milliarder kroner var positiv avkastning målt i internasjonal valuta. I løpet av kvartalet ble kronen mer verdt i forhold til investeringsvalutaene, noe som bidro til å redusere markedsverdien med om lag 7,4 milliarder kroner. Dette har imidlertid ingen betydning for fondets internasjonale kjøpekraft.

4.1. Forvaltningen av renteporteføljen

Markedsverdien av renteporteføljen økte i tredje kvartal fra 455,2 til 472,5 milliarder kroner. Det ble tilført midler for til sammen 21,9 milliarder kroner i løpet av kvartalet. Markedsverdien økte imidlertid mindre enn tilførselen, dels fordi porteføljen hadde negativ avkastning i kvartalet, og dels fordi investeringsvalutaene ble mindre verd i forhold til den norske kronen.

Ved utgangen av kvartalet forvaltes om lag 91 prosent av renteporteføljen internt i Norges Bank. Forvaltningen er inndelt i utvidet indeksering og aktiv forvaltning. Både eksterne og interne mandater er etablert for å ivareta dette.

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 av eksterne forvaltere.

Om lag 9 prosent av renteporteføljen forvaltes eksternt. I tillegg til mandatene for pantsikrede lån i Amerika, er det aktive mandater med ulike typer aktive strategier for meravkastning som forvaltes eksternt.

I tredje kvartal 2003 har en ekstern renteforvalter fått midler til forvaltning. Bridgewater Associates Inc. har fått tildelt ett globalt mandat.

4.2. Forvaltningen av aksjeporteføljen

Markedsverdien av aksjeporteføljen var ved utgangen av tredje kvartal 329,4 milliarder kroner, som var en økning på 10,5 milliarder kroner siden inngangen til kvartalet. Det ble ikke tilført midler til aksjeporteføljen i løpet av tredje kvartal, og økningen skyldtes positiv avkastning, som mer enn oppveide styrkingen av kronen.

Ved utgangen av kvartalet forvaltes om lag 55 prosent av aksjeporteføljen internt i Norges Bank. 17 prosent forvaltes aktivt innen sektorene finans, telekommunikasjon, energi, media og handelsnæring, mens den øvrige interne forvaltningen er utvidet indeksforvaltning.

I tredje kvartal 2003 har tre eksterne forvaltere fått midler til forvaltning: Wellington Management Company og Franklin Advisers er tildelt to sektormandater hver. To av sektormandatene er globale, to er sektormandater i USA. I tillegg har Gartmore Investment blitt tildelt et regionalt mandat.

5. Avkastningen av fondet

Medregnet Miljøfondet hadde Petroleumsfondet i tredje kvartal en periodeavkastning på 1,68 prosent, målt i forhold til referanseporteføljens valutakurv. Målt i norske kroner var totalavkastningen i tredje kvartal 0,77 prosent. Forskjellen skyldes at kronen i løpet av kvartalet i gjennomsnitt styrket seg med om lag 0,9 prosent mot valutaslagene i referanseporteføljen, slik at fondets valutakurv ble mindre verdt i forhold til kronen. Dette har imidlertid ingen betydning for fondets internasjonale kjøpekraft.

Tabell 5 viser at Petroleumsfondets ordinære portefølje (utenom Miljøfondet) også hadde en periodeavkastning på 1,68 prosent i tredje kvartal. Avkastningen var positiv i alle tre månedene i kvartalet. Tabellen viser at den ordinære porteføljen i tredje kvartal hadde en meravkastning på 0,13 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 tredje kvartal 2003

	Avkastning målt i referanseporteføljens valutakurv		Avkastning målt i norske kroner		
	Faktisk portefølje	Referanseportefølje	Faktisk portefølje	Referanseportefølje	Differanse
Første kvartal	-1,69	-1,88	4,71	4,51	0,19
Andre kvartal	7,73	7,70	10,11	10,08	0,03
Juli	0,13	0,17	-0,75	-0,71	-0,04
August	1,26	1,14	3,88	3,75	0,12
September	0,28	0,23	-2,27	-2,31	0,05
Tredje kvartal	1,68	1,55	0,76	0,63	0,13
Hittil i år	7,68	7,31	16,17	15,78	0,39
Korreksjon for ekstraordinære kostnader og skatt, hittil i år					0,09
Brutto meravkastning hittil i år					0,49

I tredje 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 indeksleverandøren beregner avkastningen på referanseporteføljen. I tredje kvartal utgjorde disse komponentene til sammen 0,02 prosent av totalporteføljen. Med disse korreksjonene var brutto meravkastningen i forvaltningen av Petroleumsfondet i tredje kvartal på 0,15 prosentpoeng, som i beløp utgjorde om lag 1,2 milliarder kroner. Av dette utgjorde inntekter fra verdipapirutlån om lag 91 millioner kroner.

Samlet for de tre første kvartalene i år var brutto meravkastningen på 0,49 prosentpoeng. Det største bidraget i løpet av de tre første kvartalene kom fra eksternt aksjeforvaltning, men det var også betydelige bidrag fra intern aksjeforvaltning, og fra intern og eksternt renteforvaltning. Av de 0,49 prosentpoengene utgjorde korreksjoner for kostnader som ikke inngår ved beregning av referanseavkastningen 0,09 prosentpoeng. Denne korreksjonen er vist nederst i tabell 5.

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 4,24 prosent i kvartalet, mens avkastningen for obligasjonsporteføljen var -0,15 prosent. Tabellen viser også avkastningstall for totalporteføljen, målt mot ulike valutaer. Amerikanske dollar svekket seg mot valutakurven i tredje kvartal, og målt i dollar var avkastningen derfor mer positiv med 3,09 prosent. Dersom vi i stedet måler mot euro finner vi en periodeavkastning på 1,66 prosent. Mot en valutakurv basert på importvekter var periodeavkastningen negativ med -0,95 prosent.

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

	Aksjer	Renter	Miljøfondet	Total
Fondets valutakurv	4,24	-0,15	4,99	1,68
Importvektet valutakurv	1,54	-2,74	2,27	-0,95
Amerikanske dollar	5,68	1,23	6,44	3,09
Euro	4,21	-0,18	4,96	1,66
Norske kroner	3,30	-1,05	4,04	0,77

Tabell 7 viser at Miljøfondet i tredje kvartal hadde en avkastning på 4,99 prosent målt i valutakurven, og 4,04 prosent målt norske kroner. Avkastningen var 0,06 prosentpoeng lavere enn porteføljens referanseavkastning. Samlet for de tre første kvartalene var det en mindreakstning med 0,09 prosentpoeng. Referanseavkastningen for de første tre kvartalene i år var 0,09 prosentpoeng lavere enn avkastningen på en sammenlignbar referanseportefølje der ingen bedrifter var tatt ut etter miljøkriterier.

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

	Målt i fondets valutakurv		Målt i NOK		
	Faktisk portefølje	Referanse-Portefølje	Faktisk portefølje	Referanse-portefølje	Differanse
Første kvartal	-8,20	-8,16	-2,22	-2,18	-0,04
Andre kvartal	15,32	15,29	17,87	17,84	0,03
Juli	3,67	3,68	2,76	2,77	-0,01
August	2,98	2,98	5,64	5,64	0,00
September	-1,66	-1,61	-4,16	-4,11	-0,04
Tredje kvartal	4,99	5,05	4,04	4,10	-0,06
Hittil i år	11,14	11,22	19,91	19,99	-0,09
Memo: Ordinær referanse med landvekter som i Miljøfondet				20,08	-0,09

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.

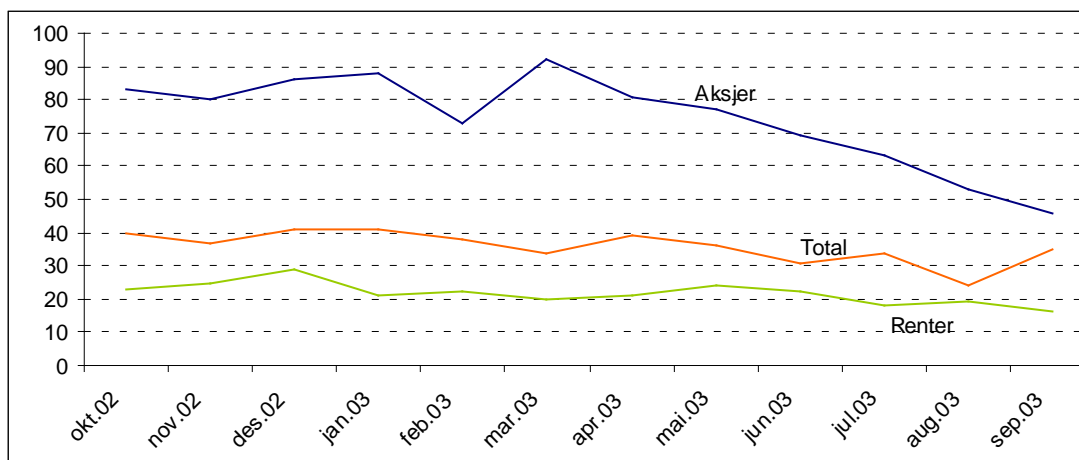
Referansevalutaenes kroneavkastning beregnes som den geometriske differansen mellom avkastningen i norske kroner og lokal valuta, målt i referanseporteføljens valutafordeling. Den forteller hvor mye kronen har appresiert / depresiert målt mot referanseporteføljens valutafordeling.

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 pengemarkedsplasseringer 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 tredje 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 35 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. Forskjellen er imidlertid blitt mindre i løpet av de to seneste kvartalene. Dette kan dels ha sammenheng med at den aktive aksjeforvaltningen er fordelt på et større antall mandater, og dels med en reduksjon i absolutt volatilitet i aksjemarkedene.

Den relative markedsrisikoen i Miljøfondet ved utgangen av september var på 28 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, fått Aa/AA, som er den japanske stats karakter ved låneopptak i fremmed valuta. Etter Finansdepartementets retningslinjer for kredittrisiko kan Petroleumsfondet normalt ikke investeres 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. Alle obligasjoner er kredittvurdert av minst ett av byråene.

Tabell 8: Obligasjonsporteføljen pr. 30.09.2003 fordelt etter kredittvurdering (prosent av markedsverdi)

Moody's		Standard & Poor's	
Karakter	Prosent av total	Karakter	Prosent av total
Aaa	61,59	AAA	60,12
Aa	14,00	AA	20,15
A	17,21	A	10,50
Baa	5,39	BBB	6,36
Ba	0,11	BB	0,09
Lavere	0,00	Lavere	0,00
Ingen rating	1,69	Ingen rating	2,79

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 tredje kvartal vært ett brudd på forskriften for forvaltningen. Bruddet oppsto ved at en ekstern forvalter vekslet om overskuddslikviditet til norske kroner. Dette er brudd på forskriftens § 2 som sier at alle kontantinnskudd skal være denominert i utenlandsk valuta. Bruddet ble avdekket på oppgjørstidspunktet, og transaksjonen ble reversert innen kort tid.

Tabell 9: Forskriftens og retningslinjenes grenser for risikoeksponering

Paragraf	Risiko	Grenser	Faktisk					
			31.12.02	31.03.03	30.06.03	31.07.03	31.08.03	30.09.03
§ 4	Markedsrisiko	Maksimalt 1,5 prosentpoeng relativ volatilitet	0,4	0,3	0,3	0,3	0,4	0,4
§ 5	Aktivafordeling	Obligasjoner 50-70%	62,2	61,2	58,8	57,7	57,5	58,9
		Aksjer 30-50%	37,8	38,8	41,2	42,3	42,5	41,1
§ 6	Valutafordeling aksjer	Europa 40-60%	54,8	49,4	49,1	49,1	48,3	47,7
		Amerika/Asia/Oseania 40-60%	45,2	50,6	50,9	50,9	51,7	52,3
	Nye markeder	< 5% av aksjeporteføljen	2,5	2,4	2,2	2,4	2,7	2,6
	Valutafordeling renter	Europa 45-65%	58,2	55,6	54,9	54,8	54,9	55,6
Amerika 25-45%		32,5	34,5	35,7	35,4	35,2	34,6	
Asia/Oseania 0-20%		9,3	9,9	9,4	9,9	10,0	9,8	
§ 7	Renterisiko	Modifisert durasjon 3-7	5,3	5,3	5,5	5,2	5,2	5,3
§ 8	Kreditrisiko*	Maks 20% i bankinnskudd	3,6	5,5	4,5	6,2	3,1	3,6
§ 11	Eierandel	Maks 3% av et selskap	2,6	2,9	2,5	2,9	2,7	2,7

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

7. Kostnader i forvaltningen

Tabell 10 gir en oversikt over kostnader ved forvaltningen av Petroleumsfondet i de tre første kvartalene i 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.

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 aksjeforføljen i de tre første kvartalene i 2003.

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

	2003		2002	
	1000 kroner	Basispunkter	1000 kroner	Basispunkter
Honorar til eksterne aksjeforvaltere, eksklusive avkastningsavhengige honorarer	141 570		95 580	
Kostnader til aksjedefot og oppgjør	47 601		29 757	
Øvrige kostnader i aksjeforvaltningen	102 224		102 537	
Sum aksjeforvaltning	291 395	14	227 874	12
<i>Avkastningsavhengige honorarer til eksterne aksjeforvaltere</i>	38 241		39 822	
Honorar til eksterne renteforvaltere, eksklusive avkastningsavhengige honorarer	23 140		15 594	
Kostnader til rentedefot og oppgjør	32 375		16 599	
Øvrige kostnader i renteforvaltningen	109 413		93 312	
Sum renteforvaltning	164 928	5	125 506	4
<i>Avkastningsavhengige honorarer til eksterne renteforvaltere</i>	22 027		9 177	
Sum forvaltningskostnader, eksklusive avkastningsavhengige honorarer	456 323	9	353 380	8
Sum alle forvaltningskostnader	516 591	10	402 379	9

Omregnet til årsrate utgjør kostnadene i tabellen 0,14 prosent (14 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 38 millioner kroner og til eksterne renteforvaltere med 22 millioner kroner. Beløpene bestemmes av forvalternes samlede meravkastning over de fire siste kvartalene. Medregnet disse avkastningsavhengige honorarene utgjør aksjekostnadene 15 basispunkter og rentekostnadene 6 basispunkter av gjennomsnittlige delforføljer.

For hele porteføljen er forvaltningskostnadene, eksklusive avkastningsavhengige honorarer og regnet som årsrate på 9 basispunkter av gjennomsnittlig markedsverdi i løpet av de tre første kvartalene i 2003. Den gjennomsnittlige markedsverdien har vært på 707 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 tredje kvartal var på 5 903 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 markedsкурser pr 30. september 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. 30.09.2003 kjøpt børsnoterte futureskontrakter med en samlet markedsverdi 50 679,9 millioner kroner og solgt børsnoterte futureskontrakter med en samlet markedsverdi 43 398,2 millioner kroner. Det var kjøpt opsjoner på futures med en samlet markedsverdi på 8,9 millioner kroner, og solgt opsjoner på futures med en samlet markedsverdi på 8,5 millioner kroner. Det var kjøpt rentebytteavtaler med en samlet markedsverdi på 128 410,0 millioner kroner og solgt rentebytteavtaler med en samlet markedsverdi 129 336,7 millioner kroner. Det var videre kjøpt og solgt valuta på termin med samlet kontraktsverdi 19 508,9 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. september 2003 fordelt på instrumenter (1000 kroner)

	30.09.2002	31.12.2002	31.03.2003	30.06.2003	30.09.2003
Kortsiktige fordringer inkl. innskudd i utenlandske banker	7 270 772	9 877 743	20 987 757	4 614 969	8 761 882
Pengemarkedsplasseringer i utenlandske finansinstitusjoner mot sikkerhet i verdipapirer	174 327 946	188 229 945	197 996 074	231 690 203	247 242 425
Innlån fra utenlandske finansinstitusjoner mot sikkerhet i verdipapirer	-152 080 172	-209 803 63	-250 821 20	-302 943 78	-261 330 66
Utenlandske rentebærende verdipapirer	359 025 773	394 253 546	455 885 378	530 029 565	483 411 144
Utenlandske aksjer	215 039 688	226 354 150	257 973 804	312 215 805	325 183 886
Reguleringer av terminkontrakter	-2 138	122 752	-3 082	-37 255	104 872
Total portefølje før forvaltningsgodtgjørelse	603 581 869	609 034 373	682 018 511	775 570 209	803 373 243
Påløpt forvaltningsgodtgjøring	-391 000	-559 835	-184 505*	-342 232*	-528 286*
Total portefølje	603 190 869	608 474 538	681 834 006	775 227 977	802 844 957

*11.695 tusen gjelder skyldig forvaltningsgodtgjøring for tidligere år.

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

Bokført avkastning	30.09.2002	31.12.2002	31.03.2003	30.06.2003	30.09.2003
Renteelementer	13 864 562	18 705 159	4 989 924	9 552 586	14 891 854
Dividende	3 701 793	4 428 514	1 576 118	4 308 050	5 917 817
Valutakursregulering	-81 254 669	-104 109 677	43 969 450	63 075 338	55 310 312
Urealisert verdipapirtap/gevinst	-44 113 967	-27 071 528	-17 271 494	25 955 900	31 271 734
Realisert verdipapirgevinst	-15 151 178	-19 934 100	-3 642 108	-3 806 718	-2 963 386
Kurtasje	3 274	-877	-6 926	-18 576	-18 009
Terminhandel valuta	4 691	4 681	-903	-766	-1 004
Gevinst/tap futures	-2 232 270	-2 032 369	29 215	992 812	1 460 431
Gevinst opsjoner				46 729	138 438
Bokført avkastning på plasseringer	-125 177 764	-130 010 197	29 643 276	100 105 353	106 008 188
Påløpt forvaltningsgodtgjøring	-391 000	-559 835	-184 505*	-342 232*	-528 286*
Netto avkastning	-125 568 764	-130 570 032	29 458 771	99 763 121	105 479 902

*11.695 tusen gjelder skyldig forvaltningsgodtgjøring for tidligere år.