

Forvaltning av Statens petroleumsfond

Rapport for første kvartal 2004

Sammendrag

Statens petroleumsfond hadde i første kvartal en periodeavkastning på 2,93 prosent målt i den valutakurven som svarer til sammensetningen av Petroleumsfondets referanseportefølje.

Avkastningen på den ordinære aksjeporteføljen (utenom Miljøfondet) var i første kvartal 3,83 prosent målt i referanseporteføljens valutakurv. Aksjekursene i alle de tre hovedmarkedene, og særlig i Japan, steg gjennom kvartalet. Renteporteføljen hadde også en positiv avkastning i kvartalet, på 2,24 prosent målt i valutakurven.

I første kvartal 2004 var avkastningen på Petroleumsfondets ordinære portefølje 0,24 prosentpoeng høyere enn avkastningen på den referanseporteføljen som Finansdepartementet har definert. Både aksje- og renteforvaltningen bidro med meravkastning.

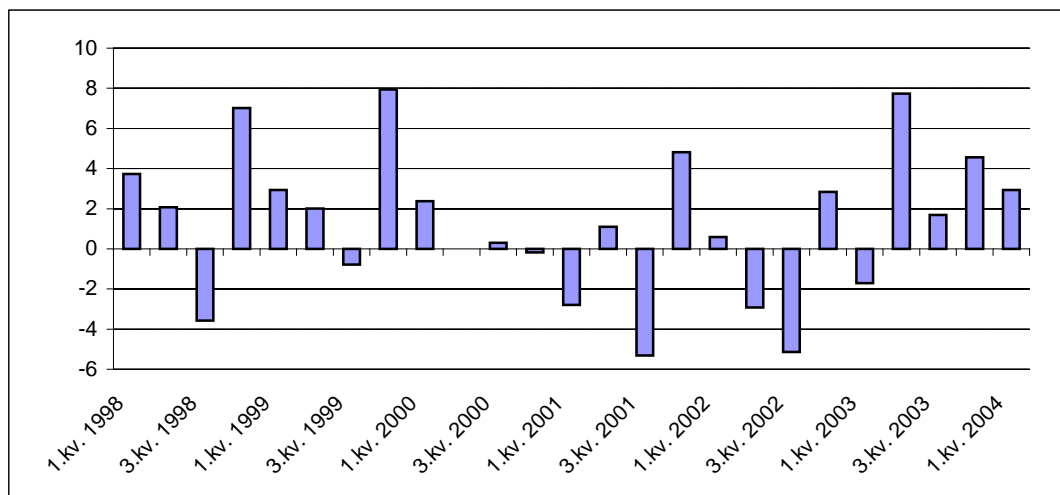
Miljøfondet hadde i første kvartal 2004 en avkastning på 4,14 prosent målt i referanseporteføljens valutakurv.

Markedsverdien på fondets samlede verdipapirportefølje var 915,3 milliarder kroner ved utgangen av første kvartal, som er en økning på 70,0 milliarder siden årsskiftet. Økningen i markedsverdien skyldes både positiv avkastning, tilførsel av nye midler og en svakere kronekurs i forhold til de valutaer fondet er investert i. Tilførselen av nye midler var på 22,1 milliarder kroner, mens avkastningen på investerte midler målt i internasjonal valuta utgjorde 26,1 milliarder. Svekkelse av kronekursen mot investeringsvalutaene bidro med 21,8 milliarder kroner til verdiøkningen. Endring i kronekursen har imidlertid ingen betydning for fondets internasjonale kjøpekraft.

1. Hovedtall

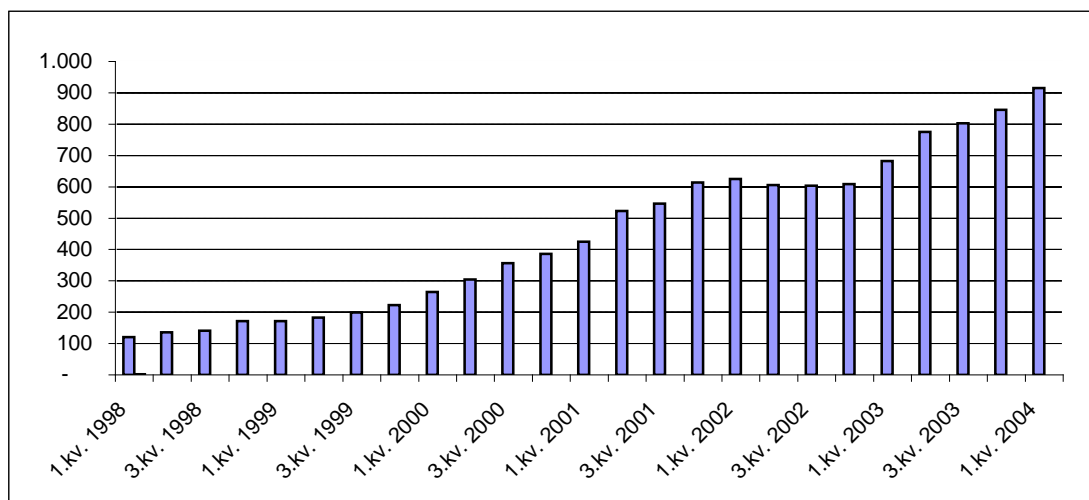
Avkastningen i første kvartal 2004 var på 2,93 prosent, målt i den valutakurven som svarer til sammensetningen av fondets referanseportefølje. Figur 1 viser kvartalsvis avkastning siden fondet for første gang investerte i aksjer i 1998. Første kvartal 2004 var det fjerde kvartalet på rad med positiv avkastning.

Figur 1: Kvartalsvis avkastning av Petroleumsfondet siden 1998 (i prosent mot fondets valutakurv)



Figur 2 viser at Petroleumsfondet siden 1. januar 1998 har vokst fra 113 til 915 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 sterkere i 2002, mens i 2003 bidro svekkelsen av kronekursen isolert sett til å øke markedsverdien av fondet. For hele perioden svarer imidlertid verdiutviklingen i norske kroner omtrent til utviklingen i internasjonal kjøpekraft, det vil si verdien målt i fondets valutakurv.

Figur 2: Markedsverdien av Petroleumsfondet 1998-2004 (i milliarder norske kroner)



Fondets årlige netto realavkastning (etter fradrag for forvaltningskostnader og prisstigning) har siden 1. januar 1997 vært på 3,84 prosent. Tabell 1 viser avkastningen fram til utgangen av første kvartal 2004, regnet som årsrate fra 1. januar i hvert av årene 1997-2004. Prisveksten er et vektet gjennomsnitt av prisveksten i de land som er med i den referanseporteføljen som Finansdepartementet har fastsatt.

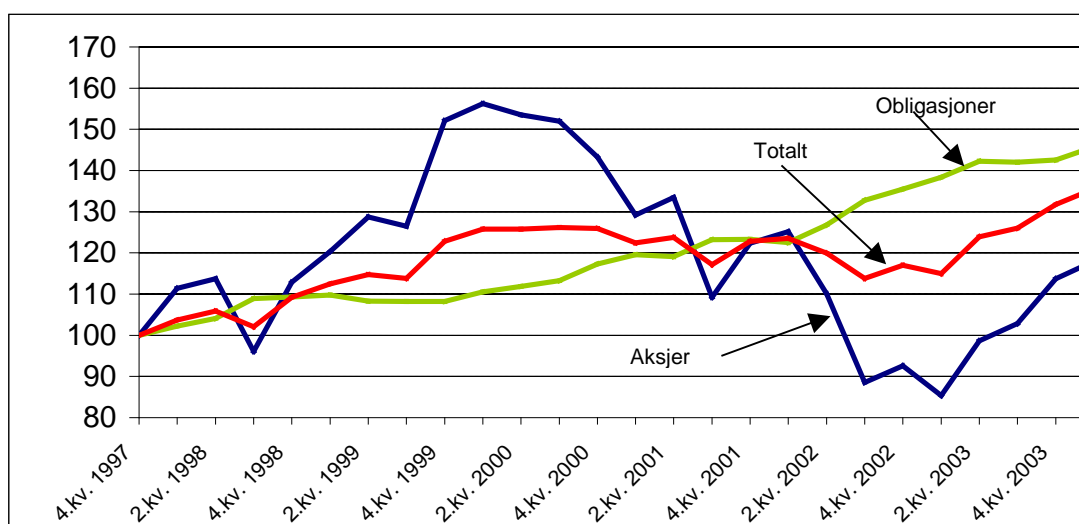
Høyre kolonne i tabellen viser at brutto meravkastning i gjennomsnitt har vært på 0,43 prosentpoeng pr. år regnet fra 1. januar 1997. Dette er det aritmetiske avviket mellom avkastningen på den faktiske portefølje annualisert og avkastningen på referanseporteføljen annualisert.

Tabell 1: Årlige avkastningsrater for Petroleumsfondet (inkludert Miljøfondet) fram til utgangen av første kvartal 2004, 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	5,55	1,56	0,08	3,84	0,43
Fra 01.01.98	4,99	1,53	0,08	3,33	0,44
Fra 01.01.99	4,20	1,65	0,08	2,43	0,49
Fra 01.01.00	2,35	1,73	0,08	0,52	0,33
Fra 01.01.01	2,30	1,65	0,08	0,57	0,37
Fra 01.01.02	4,50	1,86	0,09	2,50	0,47
Fra 01.01.03	12,52	1,82	0,10	10,41	0,63

Figur 3 viser akkumulert avkastning fra 1. januar 1998 for rente- og aksjeporteføljene hver for seg. I løpet av disse 25 kvartalene har aksjeinvesteringene nominelt gitt en akkumulert positiv avkastning på 18,05 prosent, mens obligasjonsinvesteringene har gitt en avkastning på 45,79 prosent.

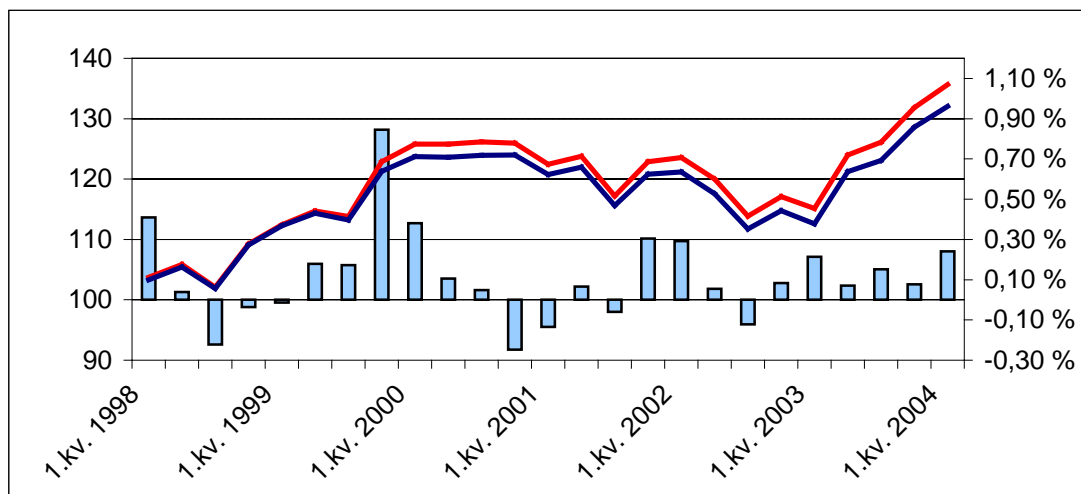
Figur 3: Indeks for akkumulert avkastning av delporteføljene i Petroleumsfondet 1998-2004. (aksjer inkl. Miljøfondet)



Figur 4 viser akkumulert avkastning for Petroleumsfondet siden 1. januar 1998. Fram til utgangen av første kvartal 2004 har avkastningen vært 35,7 prosent. I det samme tidsrommet har avkastningen på referanseporteføljen vært 32,1 prosent. Forskjellen

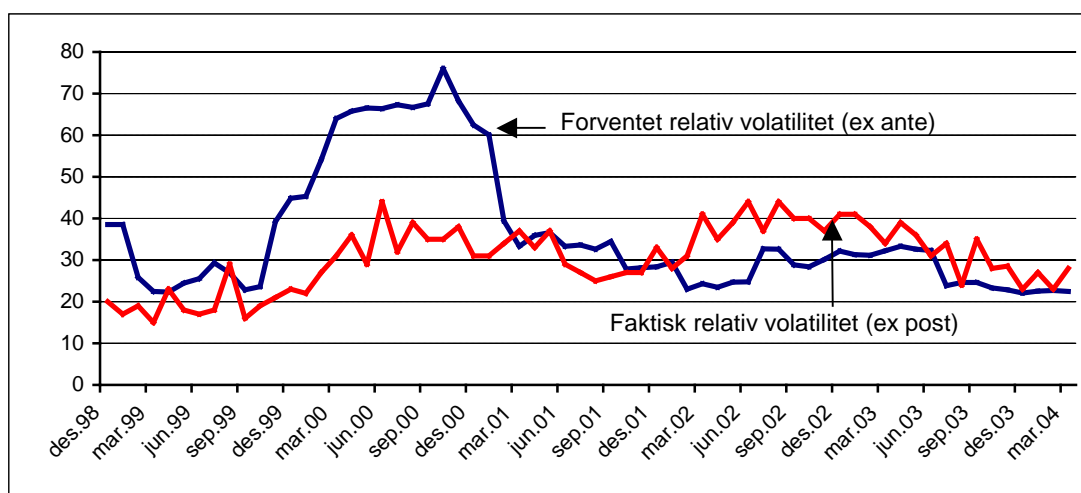
mellom den faktiske avkastningen og avkastningen på referanseporteføljen er den meravkastningen som Norges Bank har oppnådd. Siden 1998 har den akkumulerte brutto meravkastningen målt i valutakurven vært på til sammen 3,6 prosentpoeng, som i beløp svarer til 11,4 milliarder kroner.

Figur 4: Indeks for akkumulert faktisk avkastning og referanseavkastning (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.

Figur 5: Den relative markedsrisikoen ved utgangen av hver måned 1999 - 2004, målt ved forventet relativ volatilitet og faktisk relativ volatilitet. Tall i basispunkter



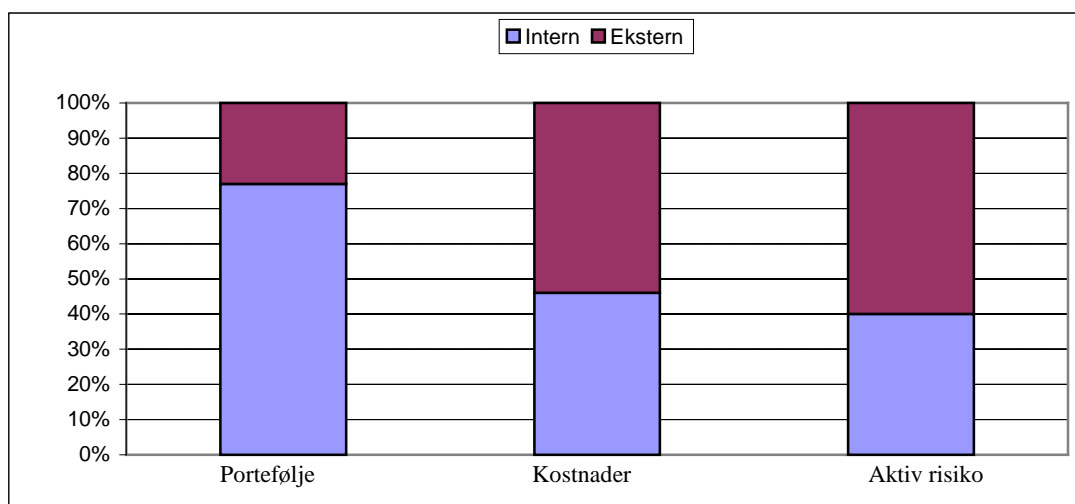
I ettertid kan vi bruke variasjonen i avviket mellom avkastningen av den faktiske porteføljen og av referanseporteføljen (dvs. variasjonen i meravkastningen) som et mål for hva markedsrisikoen faktisk har vært. I figur 5 er denne volatiliteten beregnet som årsrate fra 12 måneders rullerende vinduer

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 første kvartal 2004 har informasjonsraten for fondet vært på 1,12 målt som årsrate. Innen sammenlignbar internasjonal kapitalforvaltning regnes ofte en informasjonsrate på 0,2-0,3 som et godt resultat.

Figur 6 viser noen nøkkeltall knyttet til fordelingen på ekstern og intern forvaltning. Den viser at ved utgangen av første kvartal ble 23 prosent av Petroleumsfondet forvaltet av eksterne forvaltere. Samtidig utgjorde kostnadene ved ekstern forvaltning 54 prosent av de samlede forvaltningskostnadene. Markedsrisikoen i den eksterne forvaltningen utgjorde anslagsvis 60 prosent av den samlede risiko knyttet til forvaltningen.

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.

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.

2. Mandat

Norges Bank forvalter Petroleumsfondet i samsvar med forskrift fastsatt av Finansdepartementet 3. oktober 1997, og siste gang endret 18. desember 2003 med virkning fra 1. januar 2004. Da ble det foretatt en utvidelse av fondets landliste. Den nye landlisten fremgår av boksen nedenfor. Landlisten angir hvilke markeder og valutaer fondet *kan* investere i. Innenfor denne landlisten har departementet angitt spesifiserte land og markeder der fondet *skal* plasseres (referanseporteføljen), med mindre Norges Bank ønsker å utnytte den risikorammen banken er tildelt. Med virkning fra 1. februar 2004 besluttet departementet at Sør-Afrika skulle erstatte Tyrkia i fondets referanseportefølje for aksjer. Tyrkia er fortsatt en del av listen over land fondet kan investere i.

Petroleumsfondets investeringer (nye land er kursivert):

Landlisten for aksjeinvesteringer:

Europa: Belgia, Danmark, Finland, Frankrike, Hellas, Irland, Italia, Nederland, Portugal, Spania, Storbritannia, Sveits, Sverige, Tyrkia, Tyskland, Østerrike, *Island, Kypros, Polen, Tsjekkia og Ungarn.*

Amerika: Brasil, Canada, Mexico, USA og *Chile.*

Asia og Oseania: Australia, Hong Kong, Japan, New Zealand, Singapore, Sør-Korea, Taiwan, Thailand, *Filippinene, India, Indonesia, Kina og Malaysia.*

Midt-Østen og Afrika: *Israel og Sør-Afrika*

Renteinvesteringer utstedt i en valuta til følgende land:

Europa: Belgia, Danmark, Finland, Frankrike, Hellas, Irland, Italia, Nederland, Portugal, Spania, Storbritannia, Sveits, Sverige, Tyskland, Østerrike, *Island, Kypros, Polen, Ungarn og Tsjekkia.*

Amerika: Canada, USA og *Mexico.*

Asia og Oseania: Australia, Hong Kong, Japan, New Zealand, Singapore og *Sør-Korea.*

Afrika: *Sør-Afrika.*

Referanseporteføljen for Petroleumsfondets investeringer (nye land er kursivert):

Aksjeinvesteringer:

Europa: Belgia, Danmark, Finland, Frankrike, Hellas, Irland, Italia, Nederland, Portugal, Spania, Storbritannia, Sveits, Sverige, Tyskland og Østerrike.

Amerika: Brasil, Canada, Mexico og USA.

Asia og Oseania: Australia, Hong Kong, Japan, New Zealand, Singapore, Sør-Korea og Taiwan.

Afrika: *Sør-Afrika*

Renteinvesteringer:

Europa: Belgia, Danmark, Finland, Frankrike, Hellas, Irland, Italia, Nederland, Portugal, Spania, Storbritannia, Sveits, Sverige, Tyskland og Østerrike.

Amerika: Canada og USA.

Asia og Oseania: Australia, Japan, New Zealand og Singapore.

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 21 land. Aksjer skal utgjøre 40 prosent av den strategiske referanseporteføljen for Petroleumsfondet utenom Miljøfondet, mens rentebærende verdipapirer skal utgjøre 60 prosent. Innenfor aksjedelen av referanseporteføljen utgjør papirer notert på børser i Europa 50 prosent og øvrige regioner 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 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 rentereferansen gjelder den valuta verdipapirene er denominert i. 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.

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 regionene 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 volatilitet i forvaltningen satt til 1 prosentpoeng.

Tabell 2: Referanseportefølje pr 31. mars 2004 for Petroleumsfondets ordinære portefølje (eksklusive Miljøfondet). Tall i prosent

Land for aksjereferansen Valuta for rentereferansen	Aksjer		Renteinstrumenter	
	Strategisk referanseportefølje	Faktisk referanseportefølje	Strategisk referanseportefølje	Faktisk referanseportefølje
Vekt aktivklasser	40,0	41,9	60,0	58,1
Belgia		0,7		
Finland		1,1		
Frankrike		6,9		
Hellas		0,3		
Irland		0,4		
Italia		2,8		
Nederland		3,3		
Portugal		0,3		
Spania		2,6		
Tyskland		4,9		
Østerrike		0,2		
<i>Euro-området (EUR)</i>		23,6		46,4
Storbritannia (GBP)		17,4		6,6
Danmark (DKK)		0,5		0,7
Sveits (CHF)		4,9		0,5
Sverige (SEK)		1,7		0,7
Sum Europa	50,0	48,1	55,0	54,9
USA (USD)		35,2		33,4
Brasil		0,3		
Canada (CAD)		1,6		1,4
Mexico		0,3		
Sør-Afrika		0,4		
Sum Amerika / Midt-Østen / Afrika			35,0	34,9
Australia (AUD)		1,9		0,5
Hong Kong		1,0		
Japan (JPY)		8,7		9,3
New Zealand (NZD)		0,1		0,2
Singapore (SGD)		0,3		0,3
Sør-Korea		1,0		
Taiwan		1,2		
Sum Asia / Oseania			10,0	10,2
Sum Amerika / Midt-Østen / Afrika / Asia / Oseania	50,0	51,9		

3. Markedsutviklingen

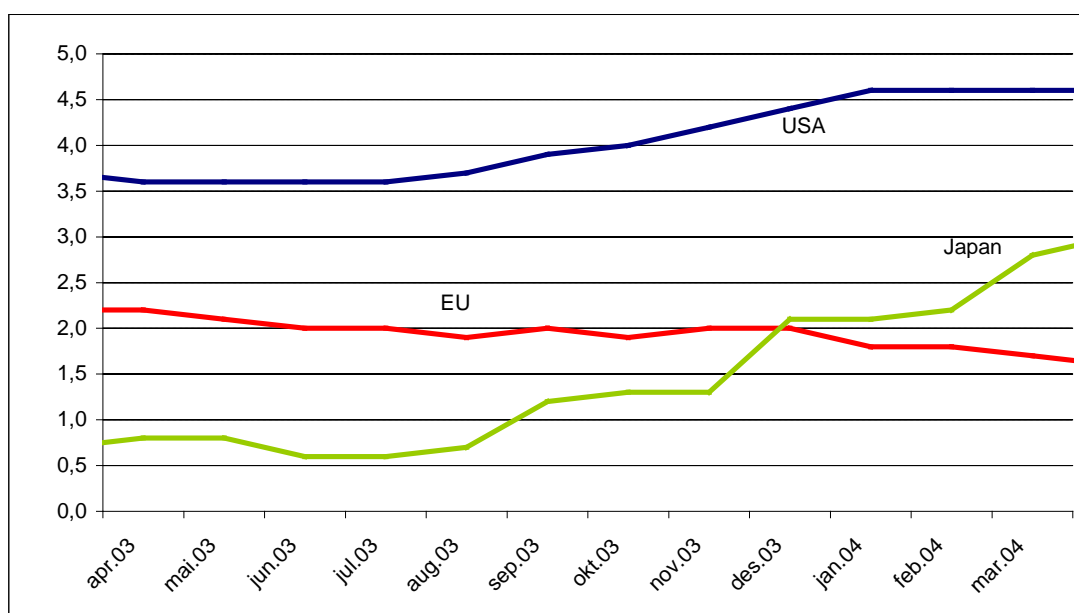
3.1. Hovedtrekk

Figur 7 viser endringen i økonomenes forventninger til vekst i hovedmarkedene for 2004 de siste tolv månedene. Fra august 2003 har det vært en gradvis oppjustering av vekstforventningene i både USA og Japan, mens det har vært en fallende tendens innen EU. Forventet vekst i USA var på 4,6 prosent ved utgangen av kvartalet, mens tilsvarende tall for Japan var i underkant av 3,0 prosent. Dette er betydelig høyere enn forventet vekst i EU området, som lå på 1,6 prosent ved utgangen av første kvartal.

Forventet vekst til japansk økonomi er blitt oppjustert med i underkant av 2,5 prosentpoeng siden sommeren 2003. Dette har sammenheng med en økende etterspørsel etter japanske varer, spesielt fra øvrige asiatiske land. Kina gjennomfører en sterk utbygging av infrastruktur og produksjonskapasitet, og er et viktig eksportmarked for japansk industri. Også resten av Asia opplever en sterk eksportdrevet vekst til andre land i regionen, og spesielt til Kina. Dette har bidratt til synkende arbeidsledighet og investeringsvekst i Asia.

Det var små endringer i vekstforventningene for USA i første kvartal. Det har ikke vært en klar økning i sysselsettingen til tross for høy vekst i økonomien, og til tross for at bedriftene har gitt uttrykk for at de ønsker å ansette mer arbeidskraft. Tall for ordreinngang og produksjon av kapitalvarer viser at investeringsetterspørselen fremdeles er høy, og eksporten fra USA vokser sterkere enn importen.

Figur 7: Forventet prosentvis vekst i bruttonasjonalproduktet i 2004 i USA, EU og Japan, målt på ulike tidspunkter siste 12 måneder



Kilde: Consensus Economics Inc

Forventningene til vekst i Europa har vært fallende i første kvartal til tross for en oppgang i verdensøkonomien forøvrig. Utviklingen i flere sentraleuropeiske land og spesielt i Tyskland er preget av svak privat innenlandsk etterspørsel. Storbritannia og Spania skiller seg imidlertid ut i positiv retning. Lønnsveksten er høyere enn i resten av Europa, og sysselsettingen øker mer enn i nabolandene. Boligprisene stiger også sterkere i disse landene og bidrar dermed positivt i forhold til husholdningenes etterspørsel. Euroen har svekket seg i forhold til dollaren i første kvartal, noe som har hatt positiv innvirkning på eksportsektoren i euroområdet.

3.2. Rentemarkedene

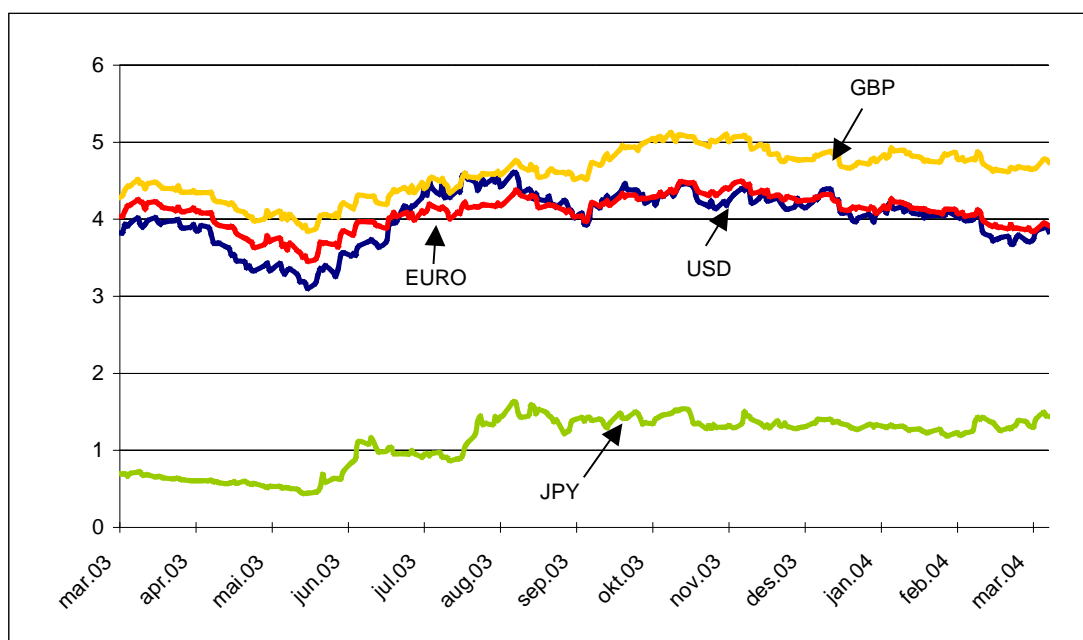
Rentene på statsobligasjoner med ti års løpetid har vært relativt stabile i Storbritannia og Japan, mens de tilsvarende rentene i USA og i euroområdet har falt med omlag 0,4

prosentpoeng. Figur 8 viser at rentenivået i USA og i euroområdet har utviklet seg omlag likt det siste halvåret, mens Storbritannia har et høyere rentenivå. Rentenivået i Japan er betydelig lavere, var på 1,45 prosent ved utgangen av kvartalet.

Det langsiktige rentenivået i USA er lavt i historisk perspektiv. Hovedårsaken til dette er vedvarende lav inflasjon. Dette skyldes økt internasjonal konkurranse, høy produktivitetsvekst og relativ lav kapasitetsutnyttelse i perioden etter at teknologibølgen sprakk i 2000.

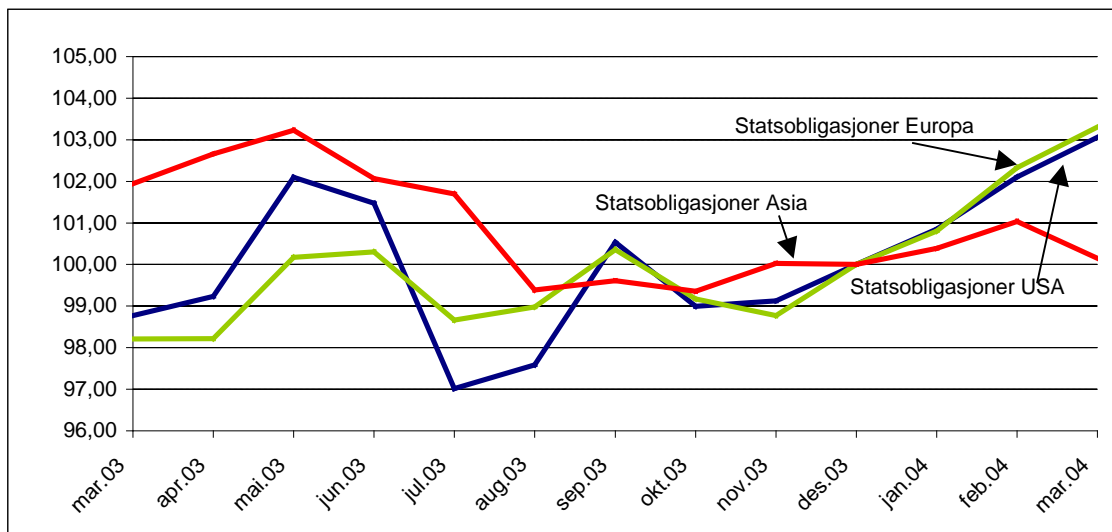
Rentenivået i Japan er også påvirket av de internasjonale forholdene, men i tillegg har innenlandske faktorer bidratt til et lavt rentenivå. Svært høy privat innenlandsk sparing og vedvarende lav prisstigning har kjennetegnet Japans økonomi det siste tiåret. Nullrentepolitikken fra den japanske sentralbanken har ligget fast det siste året til tross for en sterk oppjustering av veksten i Japan.

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



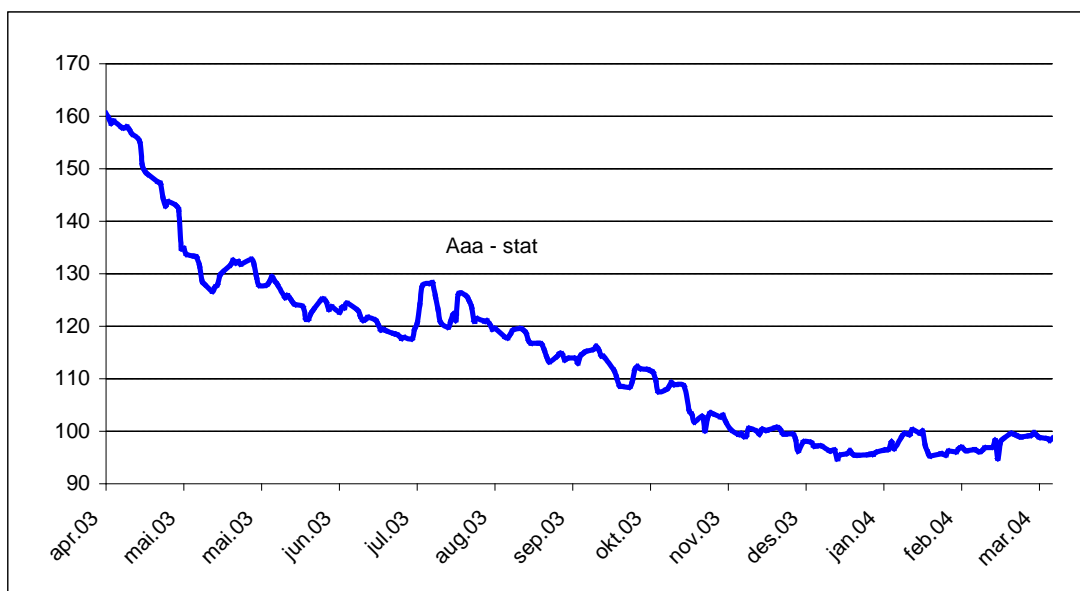
Figur 9 viser verdiutviklingen i Lehman Global Aggregates statsobligasjonsindekser. For USA og Europa har avkastningen vært på omlag 3 prosent siden årsskiftet, mens for Asia har avkastningen vært omlag null.

Figur 9: Verdiutviklingen på Lehman Global Aggregate statsobligasjonsindekser i hovedmarkedene siste 12 måneder (31.12.2003 = 100)



Rentedifferansen mellom kredittpapirer og statspapirer i USA stabiliserte seg i første kvartal etter en kraftig nedgang gjennom 2003 (se figur 10). Den amerikanske økonomien er fremdeles inne i periode med vekst i inntjeningen, og der rentebelastningen for bedriftene er rekordlav. Investorene er også langt mer villig til å ta risiko enn de var for et par år siden.

Figur 10: Differansen mellom renten på kreditt¹- og statspapirer i USA.



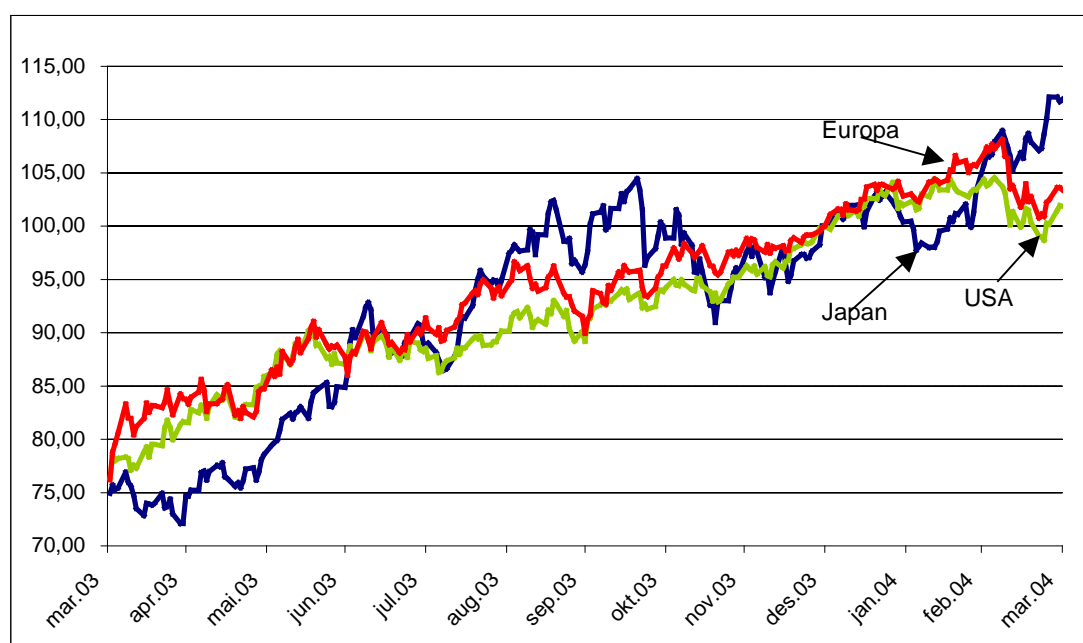
¹ Selskapspapirer med kredittrating AAA fra Standard&Poors

3.3. Aksjemarkedene

Aksjekursene steg i alle tre hovedmarkedene i første kvartal sett under ett, se figur 11. I USA og Europa snudde imidlertid den positive utviklingen i slutten av februar. Kursfallet ble ytterligere forsterket av terrorangrepet i Madrid den 11. mars. Aksjemarkedene i Europa og USA har i stor grad utviklet seg i takt, men for kvartalet sett under ett var kursutviklingen noe svakere i USA enn i Europa.

Kursutviklingen i det japanske aksjemarkedet var sterk, med en indeksavkastning på 11,9 prosent kvartalet sett under ett. Store asiatiske aksjemarkeder som Korea og Taiwan hadde også en positiv utvikling i første kvartal. Mange selskaper i disse landene har nytt godt av en sterk eksportetterspørsel, spesielt etter teknologivarer som mobiltelefoner og annen konsumelektronikk. Innenlandsk etterspørsel har også økt i disse landene og forsterket forventningene til framtidig inntjening.

Figur 11: Verdiutviklingen i FTSE aksjeindekser i hovedmarkedene siste 12 måneder (31.12.2003 = 100)



I den tidlige fasen av oppgangen som begynte i mars i fjor var det de konjunkturfølsomme sektorene som steg mest i USA. I første kvartal i år har dette delvis snudd. På vinnerlisten finner vi olje- og energiaksjer, bank og forsikring og ikke alkoholholdige drikkevarer. Olje- gass- og bensinpriser har vært ekstraordinært høye i vinter, noe som har bidratt til kursstigningen for olje- og energiaksjer. Også i Europa har teknologisektoren hatt svak utvikling, mens sektorer som tobakk, gass og eiendom har hatt god vekst.

Tabell 3 viser at det i første kvartal regnet mot fondets valutakurv var positiv avkastning i alle hovedsektorene som FTSE-indeksen består av. Av undersektorene hadde detaljhandel og finansinstitusjoner høyest avkastning, mens IT-programvare og tjenester hadde svakest utvikling.

Tabell 3: Avkastningen på hovedsektorene og de ti største undersektorene på FTSE verdensindeks i første kvartal 2004, målt i prosent mot amerikanske dollar, mot norske kroner og mot Petroleumsfondets valutakurv.

	USD	NOK	Valutakurv
Råvarer	2,83	6,12	3,34
- av dette olje og gass	3,23	6,53	3,74
Prosessindustri	2,64	5,93	3,16
Generell industri	3,77	7,09	4,29
Konjunkturfølsomme varer	3,05	6,35	3,57
Ikke-konjunkturfølsomme varer	1,76	5,02	2,27
- av dette farmasi og bioteknologi	-2,10	1,03	-1,61
Konjunkturfølsomme tjenester	4,30	7,64	4,82
- av dette detaljhandel	8,57	12,05	9,12
- av dette media og foto	-1,38	1,78	-0,88
Ikke-konjunkturfølsomme tjenester	1,78	5,04	2,29
- av dette telekommunikasjon	2,66	5,94	3,17
Energi og vannforsyning	5,43	8,80	5,95
Finansielle tjenester	5,14	8,51	5,67
- av dette banker	3,42	6,73	3,94
- av dette forsikringsselskaper	4,50	7,85	5,02
- av dette finansinstitusjoner	8,62	12,10	9,16
Informasjonsteknologi	1,27	4,51	1,78
- av dette IT maskinvare	3,80	7,12	4,32
- av dette programvare og tjenester	-3,05	0,06	-2,56

4. Gjennomføring av forvaltningen

Markedsverdien av Petroleumsfondets internasjonale portefølje var 915,3 milliarder kroner ved utgangen av kvartalet. Finansdepartementet overførte 31. januar 7,0 milliarder kroner til fondets kronekonto, 29. februar 6,9 milliarder, og 31. mars ytterligere 8,2 milliarder. Tilsvarende beløp i valuta ble samtidig overført til verdipapirporteføljen.

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

	Den ordinære aksjeporteføljen	Renteporteføljen	Miljøfondet	Petroleumsfondet totalt
31. mars 2003	264 400	416 440	1 133	681 973
30. juni 2003	318 915	455 273	1 335	775 523
30. sept. 2003	329 446	472 465	1 389	803 299
31. des. 2003	359 648	484 141	1 517	845 306
31. mars 2004	383 474	530 251	1 622	915 347

I løpet av første kvartal økte fondets markedsverdi med 70,0 milliarder kroner. Av dette kom 22,1 milliarder fra tilførsel av nye midler, mens 26,1 milliarder kroner var avkastning målt i internasjonal valuta. I løpet av kvartalet ble kronen mindre verdt i forhold til investeringsvalutaene, noe som bidro til å øke markedsverdien med om lag 21,8 milliarder kroner. Kronesvekkelsen har imidlertid ingen betydning for fondets internasjonale kjøpekraft.

4.1. Forvaltningen av renteporteføljen

Markedsverdien av renteporteføljen økte med 46,1 milliarder i første kvartal til 530,3 milliarder kroner. Det ble tilført midler for til sammen 22,1 milliarder kroner i løpet av kvartalet. Avkastningen bidro med 11,5 milliarder, og en svekkelse av kronen i forhold til investeringsvalutaene bidro med 12,5 milliarder.

Ved utgangen av kvartalet forvaltes om lag 90 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 10 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 første kvartal 2004 er det overført midler til to nye oppdrag hos eksterne renteforvaltere: Insight Investment Management Ltd og European Credit Management har fått tildelt mandater for investeringer i Europa.

4.2. Forvaltningen av aksjeporteføljen

Markedsverdien av aksjeporteføljen var ved utgangen av første kvartal 383,5 milliarder kroner, som var en økning på 23,9 milliarder kroner siden årsskiftet. Det ble ikke tilført midler til aksjeporteføljen i løpet av første kvartal. Økningen skyldtes avkastning på 14,6 milliarder, og svekkelse av kronekursen bidro med 9,3 milliarder.

Ved utgangen av kvartalet forvaltes om lag 63 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 første kvartal 2004 er det overført midler til to nye oppdrag hos eksterne aksjeforvaltere: Wellington Management Company LCP har fått tildelt et regionalt mandat i USA og Sector Asset Management har fått tildelt et globalt sektormandat.

5. Avkastningen av fondet

Medregnet Miljøfondet hadde Petroleumsfondet i første kvartal en periodeavkastning på 2,93 prosent, målt i forhold til referanseporteføljens valutakurv. Målt i norske kroner var totalavkastningen i første kvartal 5,70 prosent. Forskjellen skyldes at kronen i løpet av kvartalet i gjennomsnitt svekket seg med om lag 2,69 prosent mot valutaslagene i referanseporteføljen, slik at fondets valutakurv ble mer verdt i forhold til kronen. Dette har imidlertid ingen betydning for fondets internasjonale kjøpekraft.

Tabell 5 viser at Petroleumsfondets ordinære portefølje (utenom Miljøfondet) også hadde en periodeavkastning på 2,93 prosent i første kvartal. Avkastningen var positiv i alle tre månedene i kvartalet. Tabellen viser at den ordinære porteføljen i første kvartal hadde en meravkastning på 0,24 prosentpoeng i forhold til referanseporteføljen, slik indeksleverandøren beregner referanseavkastningen. Fra 1. januar 2004 er referanseavkastningen justert for Norges Banks posisjon når det gjelder skatt på aksjeutbytte.

Tabell 5: Avkastningen i Petroleumsfondets ordinære portefølje (i prosent). Faktisk portefølje og referanseportefølje i første kvartal 2004

	Avkastningen målt i referanseporteføljens valutakurv		Avkastningen målt i norske kroner		
	Faktisk portefølje	Referanseportefølje	Faktisk portefølje	Referanseportefølje	Differanse
Januar	1,23	1,15	6,29	6,21	0,08
Februar	1,57	1,56	1,91	1,90	0,01
Mars	0,11	-0,04	-2,43	-2,56	0,14
Første kvartal	2,93	2,69	5,70	5,46	0,24

I beløp utgjorde meravkastningen om lag 2,1 milliarder kroner. Av dette utgjorde inntekter fra verdipapirlån 55 millioner kroner. Det største bidraget til meravkastningen kom fra ekstern aksjeforvaltning, men det var også betydelige bidrag fra intern aksjeforvaltning og fra intern renteforvaltning.

Tabell 6 viser avkastningen av aksje- og renteporteføljene i den ordinære porteføljen hver for seg. Målt i forhold til referanseporteføljens valutakurv hadde aksjeporteføljen en avkastning på 3,83 prosent i kvartalet, mens avkastningen for renteporteføljen var 2,24 prosent. Tabellen viser også avkastningstall for totalporteføljen, målt mot ulike valutaer. Amerikanske dollar styrket seg marginalt mot valutakurven i første kvartal, og målt i dollar var avkastningen derfor noe lavere med 2,42 prosent. Dersom vi i stedet måler mot euro finner vi en periodeavkastning på 5,12 prosent. Mot en valutakurv basert på importvekter var periodeavkastningen på 2,79 prosent.

Tabell 6: Avkastningen i Petroleumsfondets delporteføljer og totale portefølje i første kvartal 2004 målt mot ulike referansevalutaer (prosent)

	Aksjer	Renter	Miljøfondet	Total
Fondets valutakurv	3,83	2,24	4,14	2,93
Importvektet valutakurv	3,69	2,11	4,00	2,79
Amerikanske dollar	3,32	1,74	3,62	2,42
Euro	6,04	4,42	6,36	5,12
Norske kroner	6,62	5,00	6,94	5,70

Metodegrunnlag for avkastningsberegningene²

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/-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 valutakurser³ benyttes ved omregning fra lokal valuta til norske kroner.

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

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

Tabell 7 viser at Miljøfondet i første kvartal hadde en avkastning på 4,14 prosent målt i valutakurven, og 6,94 prosent målt norske kroner. Avkastningen var 0,01 prosentpoeng høyere enn porteføljens referanseavkastning. Referanseavkastningen var i første kvartal 0,69 prosentpoeng lavere enn avkastningen på en sammenlignbar referanseportefølje der ingen bedrifter var tatt ut etter miljøkriterier.

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

³ WM/Reuter Closing Spot Rates, fastsettes klokken 16:00 London tid.

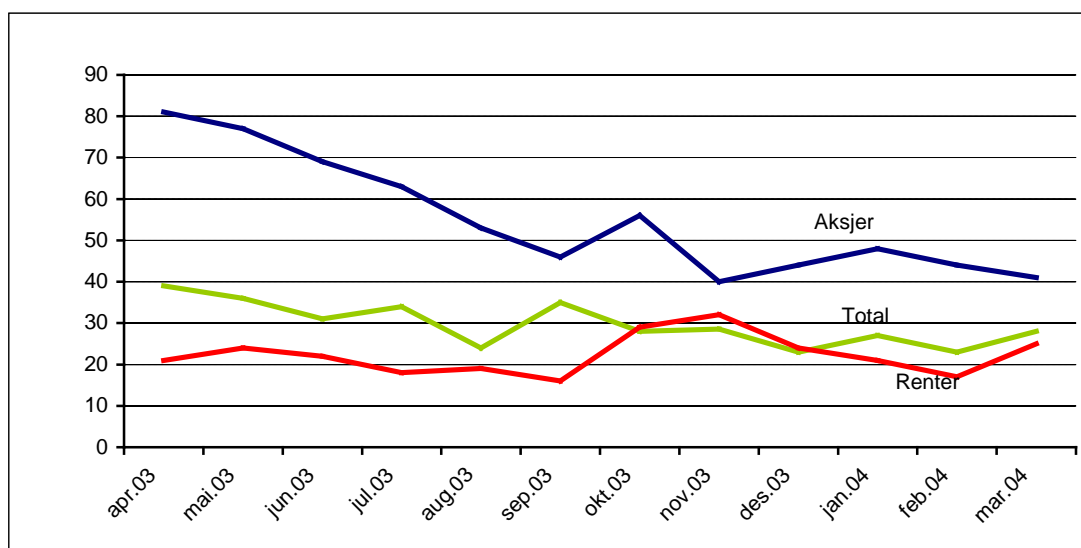
Tabell 7: Avkastningen i Miljøfondet i første kvartal 2004 (prosent) ⁴

	Målt i fondets valutakurv		Målt i NOK		
	Faktisk portefølje	Referanseportefølje	Faktisk portefølje	Referanseportefølje	Differanse
Januar	2,06	2,06	7,16	7,17	0,00
Februar	1,86	1,84	2,20	2,18	0,01
Mars	0,18	0,18	-2,35	-2,35	0,00
Første kvartal	4,14	4,13	6,94	6,93	0,01
Memo: Ordinær referanse med landvekter som i Miljøfondet				7,62	-0,69

6. Risiko

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 2004 har ligget godt innenfor den øvre grensen. De avvik som er gjort fra referanseporteføljen, har ikke brakt forventet relativ volatilitet høyere enn om lag 30 basispunkter.

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



Den relative risikoen er 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 det siste året. 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.

⁴ Referanseporteføljen for Miljøfondet er ikke korrigert for Norges Banks posisjon når det gjelder skatt på dividende.

Den relative markedsrisikoen i Miljøfondet ved utgangen av mars var på 13 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 rentepapirporteføljen (renteporteføljen eksklusive kontanter) basert på kredittvurderingene til Moody's og Standard & Poor's (S&P). I tabellen er statspapirer og statsgaranterte rentepapirer uten kredittvurdering gitt utstederlandets kredittvurdering. Etter Finansdepartementets retningslinjer for kredittrisiko kan Petroleumsfondet normalt ikke investeres i verdipapirer med lavere kredittvurdering enn Baa fra Moodys, BBB fra S&P eller BBB fra Fitch. Likevel kan inntil 0,5 prosent av renteporteføljen være investert i papirer som har Ba/BB/BB som høyeste vurdering fra ett av byråene Moodys, S&P eller Fitch. Alle rentebærende verdipapirer er kredittvurdert av minst ett av byråene. Renteporteføljen består foruten langsiktige rentepapirer også av rentebærende instrumenter med kortere løpetid. Alle disse har kredittvurdering P-1 fra Moody's og A-1 fra S&P.

Tabell 8: Porteføljen av rentebærende verdipapirer pr. 31. mars.2004 fordelt etter kredittvurdering (prosent av markedsverdi)

Moody's		Standard & Poor's	
Karakter	Prosent av total	Karakter	Prosent av total
Aaa	53,39	AAA	48,65
Aa	17,89	AA	25,95
A	20,00	A	12,78
Baa	6,87	BBB	8,11
Ba	0,14	BB	0,15
Lavere	0,00	Lavere	0,00
Ingen rating	1,71	Ingen rating	4,36

Tabell 9 gir en oversikt over de grenser for risikoeksponering som er satt 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

§	Risiko	Grenser	Faktisk				
			31.03.03	30.06.03	30.09.03	31.12.03	31.03.04
§ 4	Markedsrisiko	Maksimalt 1,5 prosentpoeng relativ volatilitet	0,3	0,3	0,4	0,2	0,3
§ 5	Aktivafordeling	Renteinstrumenter 50-70%	61,2	58,8	58,9	57,4	58,0
		Aksjer 30-50%	38,8	41,2	41,1	42,6	42,0
§ 6	Markedsfordeling aksjer	Europa 40-60%	49,4	49,1	47,7	49,2	47,8
		Amerika, Midt-Østen/Afrika, Asia og Oseania 40-60%	50,6	50,9	52,3	50,8	52,2
	Nye markeder	< 5% av aksjeporteføljen	2,4	2,2	2,6	2,7	3,1
	Valutafordeling renter	Europa 45-65%	55,6	54,9	55,6	56,4	54,9
Amerika og Midt-Østen/Afrika 25-45%		34,5	35,7	34,6	34,0	35,0	
Asia/Oseania 0-20%		9,9	9,4	9,8	9,6	10,1	
§ 7	Renterisiko	Modifisert durasjon 3-7	5,3	5,5	5,3	5,4	5,3
§ 11	Eierandel	Maks 3% av et selskap	2,9	2,5	2,7	2,6	2,7

7. Kostnader i forvaltningen

Tabell 10 gir en oversikt over kostnader ved forvaltningen av Petroleumsfondet i første kvartal 2004. 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.

Omregnet til årsrate utgjorde kostnadene i første kvartal 2004 0,07 prosent av gjennomsnittlig markedsverdi av fondet sett bort fra avkastningsavhengige honorarer til eksterne forvaltere. De regnskapsførte kostnadene i første kvartal er noe lavere enn en kan forvente i de tre siste kvartalene av året. Dette har sammenheng med periodisering av kostnader.

Dersom en ser bort fra forvalterhonorarer, utgjorde kostnadene knyttet til aksjeforvaltningen 0,06 prosent av gjennomsnittlig aksjeportefølje i kvartalet. Tilsvarende tall for renteforvaltningen var 0,03 prosent for første kvartal 2004. Avkastningsavhengige honorarer til eksterne forvaltere utgjør 27,2 millioner kroner. Beløpene bestemmes av forvalternes samlede meravkastning over de siste 12 måneder. For hele porteføljen var forvaltningskostnadene i første kvartal på 190 millioner kroner. Fordeling av kostnadene på intern og ekstern forvaltning kan gjøres ved hjelp av fordelingsnøkler for felleskostnadene og depotkostnadene. Anslagsvis 54

prosent av kostnadene gjaldt ekstern forvaltning, mens om lag 23 prosent av fondets portefølje forvaltes av eksterne.

Tabell 10: Forvaltningskostnader i første kvartal 2004 (i 1000 kroner og i prosent av gjennomsnittlig portefølje)

	Første kvartal 2004		Første kvartal 2003	
	1000 kroner	Prosent	1000 kroner	Prosent
Interne kostnader i aksjeforvaltningen	33 241		40 223	
Kostnader til aksjedefot og oppgjør	21 265		8 138	
Samlede kostnader i aksjeforvaltningen	54 506	0,06	48 361	0,08
Interne kostnader i renteforvaltningen	31 463		39 633	
Kostnader til rentedefot	7 449		11 949	
Samlede kostnader i renteforvaltningen	38 912	0,03	51 582	0,05
Minimumshonorarer til eksterne forvaltere	69 619		58 542	
Avkastningsavhengige honorarer til eksterne forvaltere	27 236		14 325	
Samlede kostnader i den eksterne forvaltningen	96 855	0,19	72 867	0,21
Sum alle forvaltningskostnader	190 273	0,09	172 810	0,11
Sum forvaltningskostnader, eksklusive avkastningsavhengige honorarer	163 037	0,07	158 485	0,10

Forvaltningsavtalen mellom Finansdepartementet og Norges Bank fastsetter prinsippene for den godtgjøring Norges Bank skal motta for å forvalte Petroleumsfondets porteføljer. For 2004 skal godtgjøringen være lik de faktiske forvaltningskostnadene, innenfor en øvre grense på 0,10 prosent 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. Poster utenfor balansen vises i en egen tabell. Tabell 12 viser bokført avkastning, som i første kvartal var på 47 868 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 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.

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 2004 fordelt på instrumenter (1000 kroner)

	31.03.2003	30.06.2003	31.09.2003	31.12.2003	31.03.2004
Kortsiktige fordringer inkl. innskudd i utenlandske banker	20 692 635	4 032 013	8 373 828	20 159 575	13 450 907
Pengemarkedsplasseringer i utenlandske finansinstitusjoner mot sikkerhet i verdipapirer	197 996 075	231 690 203	247 242 425	287 041 828	279 864 129
Innlån fra utenlandske finansinstitusjoner mot sikkerhet i verdipapirer	-250 821 420	-302 943 078	-261 330 966	-298 603 119	-311 010 300
Utenlandske rentebærende verdipapirer	457 498 503	533 085 800	484 665 659	482 341 421	554 996 405
Utenlandske aksjer	257 992 236	312 247 142	325 244 242	354 346 887	378 561 266
Reguleringer av terminkontrakter og derivater	-1 339 518	-2 541 871	-821 946	72 774	-555 003
Total portefølje før forvaltningsgodtgjørelse	682 018 511	775 570 209	803 373 243	845 359 367	915 307 404
Skyldig forvaltningsgodtgjøring	-184 505	-342 232	-528 286	-772 595	-962 868
Total portefølje	681 834 006	775 227 977	802 844 957	844 586 771	914 344 536

*Skyldig forvaltningsgodtgjøring ved utgangen av 1. kvartal 2004 inkluderer godtgjøring for 2003 og korreksjon fra tidligere periode med 772 595

Poster utenfor balansen (1 000 kroner)	31.03.2003	30.06.2003	31.09.2003	31.12.2003	31.03.2004
Valutaterminer solgt	-17 813 115	-17 900 785	-19 508 884	-25 395 459	-26 235 470
Futures solgt	-31 758 104	-12 993 264	-43 398 154	-35 942 356	-135 240 732
Aksjebytteavtaler solgt	0	0	0	-13 340	-543 176
Rentebytteavtaler solgt	-105 863 762	-131 535 564	-129 336 721	-175 568 502	-194 724 825
Forpliktelser solgt	-155 434 981	-162 429 614	-192 243 758	-236 919 657	-356 744 203
Valutaterminer kjøpt	17 813 115	17 900 785	19 508 884	25 395 459	26 235 470
Futures kjøpt	63 343 781	30 086 662	50 900 741	47 628 021	117 672 014
Aksebytteavtaler kjøpt	0	0	0	13 526	535 574
Rentebytteavtaler kjøpt	104 525 824	128 976 219	128 409 960	175 545 354	194 169 293
Forpliktelser kjøpt	185 682 719	176 963 666	198 819 585	248 582 360	338 612 351
Opsjoner på futures solg	0	0	-8 485	-4 323 667	-16 564 927
Opsjoner på aksjer solgt	0	0	0	0	0
Rettigheter solgt	0	0	-8 485	-4 323 667	-16 564 927
Opsjoner på futures kjøpt	1 224	54 602	8 894	4 331 315	24 464 671
Opsjoner på aksjer kjøpt	0	0	0	0	0
Rettigheter kjøpt	1 224	54 602	8 894	4 331 315	24 464 671

Tabell 12: Bokført avkastning av Petroleumsfondets internasjonale portefølje pr 31. mars 2004 (1000 kroner)

Bokført avkastning	31.03.2003	30.06.2003	31.09.2003	31.12.2003	31.03.2004
Renteelementer	4 989 924	9 552 586	14 891 853	19 560 414	6 094 222
Dividende	1 576 118	4 308 049	5 917 817	6 996 199	2 011 768
Valutakursregulering	43 969 450	63 075 338	55 310 312	45 985 725	21 582 056
Urealisert verdipapirtap/gevinst	-17 228 000	27 211 534	30 903 736	55 786 976	11 235 128
Realisert verdipapirtap/gevinst	-3 642 108	-3 806 719	-2 963 386	633 103	7 442 408
Kurtasje	-6 926	-11 413	-18 009	-16 458	5 810
Terminhandel valuta	-903	-766	-1 004	-976	1 332
Gevinst/tap futures	35 782	992 812	1 460 431	2 039 765	29 670
Gevinst/opsjoner	-5 141	39 566	136 155	135 947	-6 609
Gevinst/tap aksjebytteavtaler	0	0	0	257	-16 808
Gevinst/tap rentebytteavtaler	-44 921	-1 255 634	370 281	1 292 862	-511 121
Bokført avkastning på plasseringer	29 643 276	100 105 353	106 008 187	132 413 815	47 867 857
Påløpt forvaltningsgodtgjøring	-184 505	-342 232	-528 286	-772 595	-190 273
Netto avkastning	29 458 771	99 763 121	105 479 901	131 641 219	47 677 584