

Forvaltning av Statens petroleumsfond

Rapport for andre kvartal 2002

Sammendrag

I andre kvartal 2002 var periodeavkastningen av Statens petroleumsfond inklusive Miljøfondet på -2,93 prosent målt i den valutakurven som svarer til sammensetningen av Petroleumsfondets referanseportefølje. Samlet for første halvår 2002 var avkastningen på -2,35 prosent.

Den valutakurven som Petroleumsfondet er investert ble i andre kvartal 8,5 prosent mindre verdt i forhold til norske kroner. Målt i norske kroner var avkastningen i andre kvartal derfor negativ med -11,19 prosent. Samlet for første halvår var avkastningen målt i norske kroner på -13,02 prosent. Endringer i kronens verdi har imidlertid ikke betydning for fondets internasjonale kjøpekraft.

Avkastningen på den ordinære aksjeporteføljen (utenom Miljøfondet) var i andre kvartal -12,01 prosent målt i referanseporteføljens valutakurv. Det gjenspeiler at aksjekursene i de tre hovedmarkedene USA, Europa og Japan har falt kraftig i løpet av kvartalet. Renteporteføljen hadde positiv avkastning i kvartalet med 3,55 prosent målt i valutakurven, etter rentenedgang særlig i USA og i euro-området.

I andre kvartal 2002 var avkastningen på Petroleumsfondets ordinære portefølje 0,01 prosentpoeng lavere enn avkastningen på den referanseporteføljen som Finansdepartementet har definert. Samlet for første halvår 2002 var den faktiske avkastningen 0,21 prosentpoeng høyere enn referanseavkastningen.

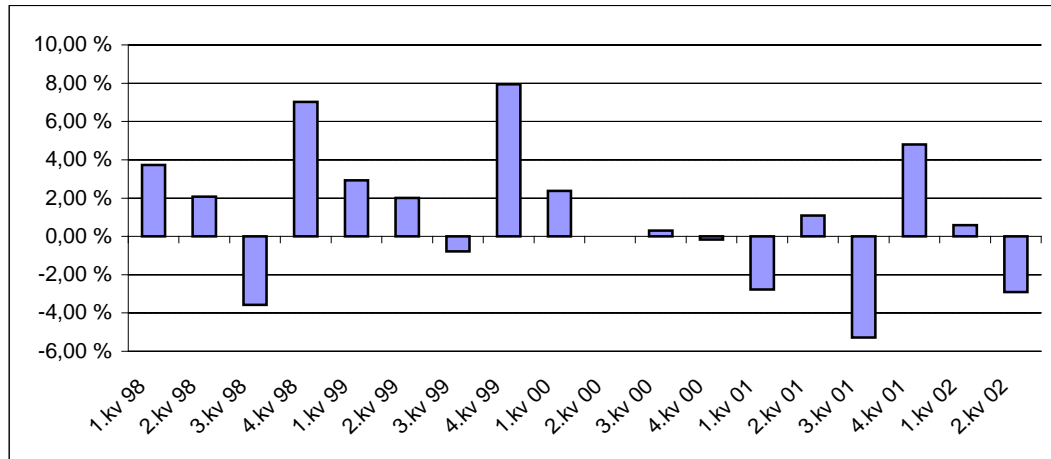
Miljøfondet hadde i andre kvartal en avkastning på -12,39 prosent målt i referanseporteføljens valutakurv og -19,85 prosent målt i norske kroner. Samlet for første halvår var avkastningen -11,25 prosent målt i valutakurven og -20,94 prosent målt i norske kroner.

Petroleumsfondets internasjonale aksje- og renteporteføljer ble i andre kvartal tilført midler for til sammen 53,5 milliarder kroner. Markedsverdien av fondets samlede verdipapirportefølje regnet i norske kroner er likevel blitt redusert med nesten 20 milliarder til 605,4 milliarder ved utgangen av andre kvartal. Det skyldes i noen grad den negative avkastningen i aksjemarkedene. Den viktigste årsaken er imidlertid at kronen i løpet av kvartalet har styrket seg mot de valutaer fondet er plassert i.

1. Hovedtall

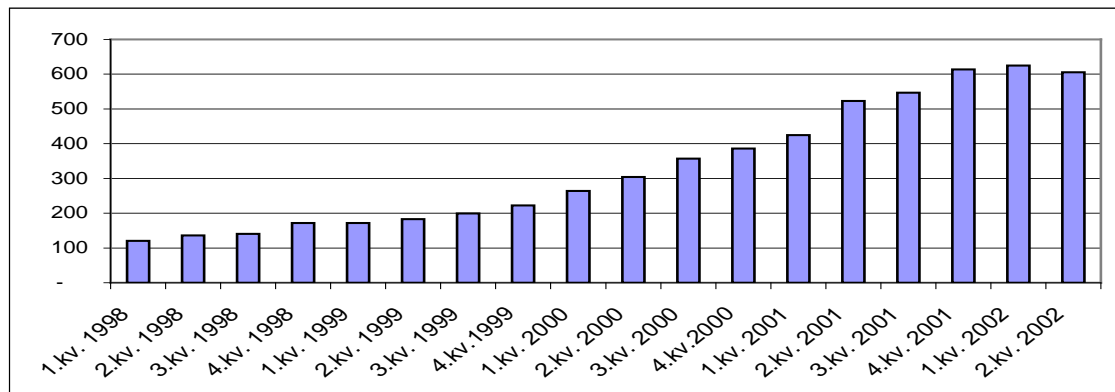
Avkastningen i andre kvartal 2002 var på $-2,93$ prosent, målt i den valutakurven som svarer til sammensetningen av fondets referanseportefølje. Figur 1 viser at kvartalet var det tredje svakeste siden Petroleumsfondet første gang investerte i aksjer i 1998. Det har vært store svingninger i avkastningstallene. Avkastningen har svingt betydelig mer for aksjeporteføljen enn for renteporteføljen.

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



Figur 2 viser at Petroleumsfondet vokste fra 113,4 milliarder kroner 1. januar 1998 til 625,0 milliarder ved utgangen av første kvartal 2002, men at fondets verdi i norske kroner deretter er redusert til 605,4 milliarder kroner ved utgangen av andre kvartal. Reduksjonen har skjedd til tross for tilførsel av 53,5 milliarder kroner i nye midler fra Finansdepartementet. Dette skyldes dels den negative avkastningen i aksjemarkedet, men i langt større grad at de valutaer fondet er plassert i er blitt 8,5 prosent mindre verdt i forhold til den norske kronen. Formålet med forvaltningen av Petroleumsfondet er å oppnå høyest mulig internasjonal kjøpekraft, og styrkingen av kronkursen har ingen betydning for dette formålet. Med uendret kronkurs ville fondets markedsverdi ha økt med om lag 35 milliarder kroner i andre kvartal.

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



Petroleumsfondets årlige netto realavkastning (etter fradrag for forvaltningskostnader og prisstigning) har siden 1. januar 1998 vært på 2,6 prosent. Tabell 1 viser avkastningen fram til utgangen av andre kvartal 2002, regnet som årsrate fra 1. januar i henholdsvis 1998, 1999, 2000 og 2001. Prisstigningen er et vektet gjennomsnitt av prisveksten i de land som er med i den referanseporteføljen som Finansdepartementet har fastsatt.

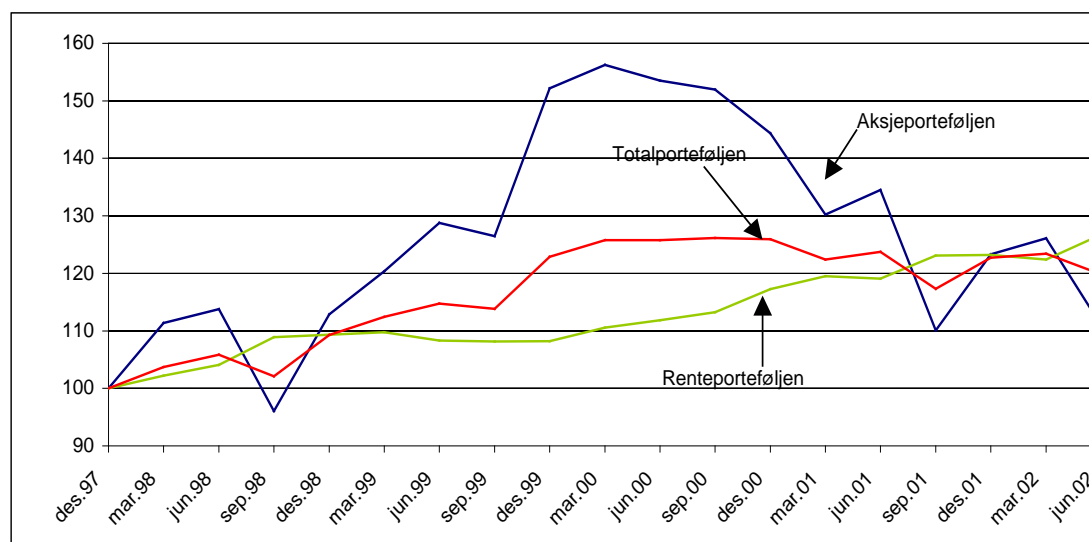
I høyre kolonne vises meravkastningen. Dette er forskjellen mellom hva Norges Bank faktisk har oppnådd av avkastning og avkastningen på referanseporteføljen som er fastsatt av Finansdepartementet. Positiv meravkastning indikerer at Norges Bank skaper merverdi i forvaltningen. Siden januar 1998 har meravkastningen i gjennomsnitt vært på 0,40 prosentpoeng pr år.

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

	Brutto årlig avkastning	Årlig prisvekst	Årlige forv. kostnader	Årlig netto realavkastning	Årlig meravkastning
Fra 01.01.98	4,13	1,48	0,08	2,57	0,40
Fra 01.01.99	2,72	1,61	0,09	1,02	0,46
Fra 01.01.00	-0,94	1,69	0,09	-2,71	0,18
Fra 01.01.01	-3,16	1,44	0,08	-4,68	0,17

Figur 3 viser akkumulert avkastning fra 1. januar 1998 for rente- og aksjeporteføljene. I løpet av disse 18 kvartalene har aksjeinvesteringene gitt en akkumulert nominell avkastning på 10,1 prosent, mens investeringene i obligasjoner og andre rentebærende instrumenter har gitt 26,8 prosent nominell avkastning.

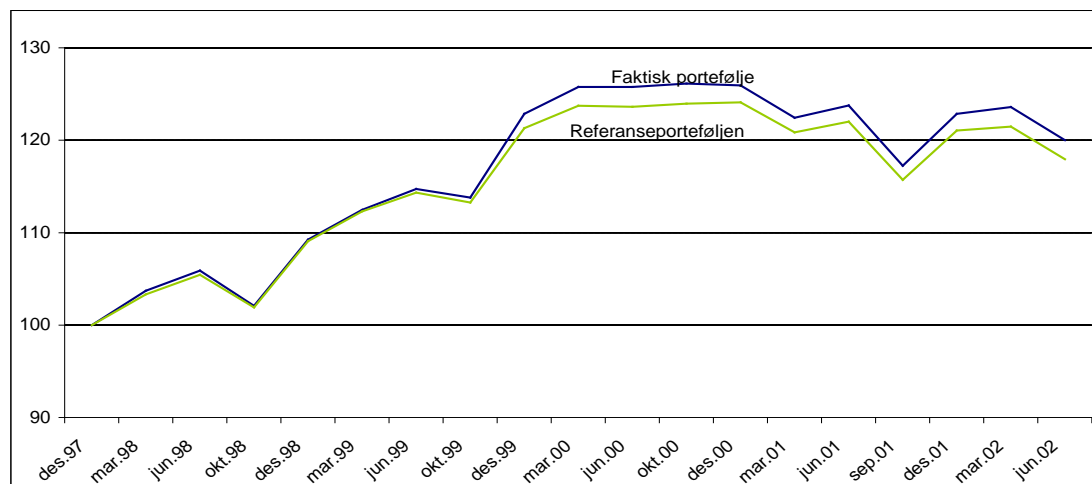
Figur 3: Indeks for akkumulert avkastning av delporteføljene i Petroleumsfondet 1998-2002. Fondets valutakurv pr 31. desember 1997=100



Figur 4 viser akkumulert avkastning for hele Petroleumsfondet siden 1. januar 1998. Fram til utgangen av andre kvartal 2002 har avkastningen vært 20,0 prosent. I det samme tidsrommet har avkastningen på referanseporteføljen vært 18,0 prosent.

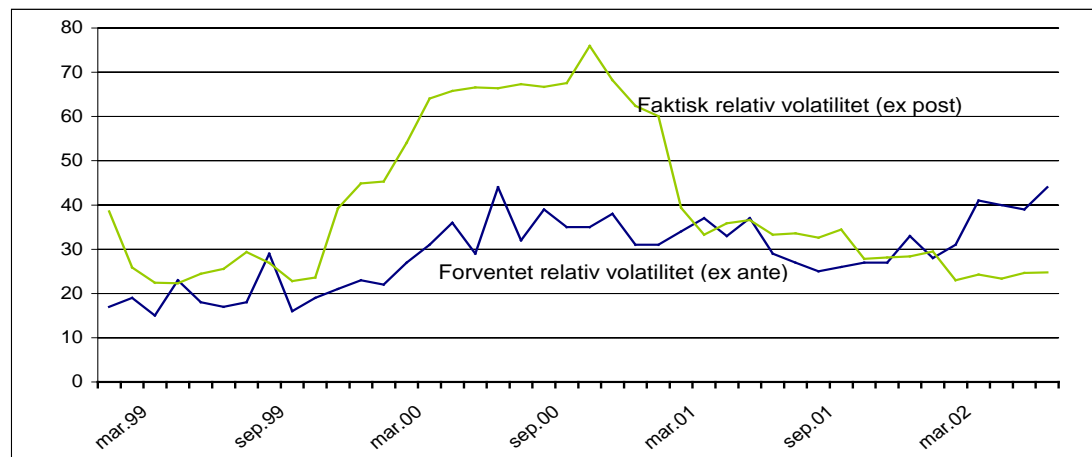
Forskjellen mellom den faktiske avkastningen og avkastningen på referanseporteføljen er den meravkastningen som Norges Bank har oppnådd. Siden 1998 har den akkumulerte meravkastningen vært på til sammen 2,0 prosentpoeng.

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



Figur 5 viser utviklingen i relativ markedsrisiko fra og med desember 1998, målt på to ulike måter. I retningslinjene fra Finansdepartementet brukes et måltall for forventet relativ volatilitet (ofte kalt relativ eller aktiv risiko - forklart i kapittel 6 nedenfor) som en øvre ramme for hvor mye Norges Bank kan avvike fra referanseporteføljen. I ettertid kan vi bruke variasjonen i meravkastningen, det vil si avviket mellom avkastningen av den faktiske porteføljen og av referanseporteføljen, som et mål for hvor stor risiko Norges Bank har tatt i forvaltningen sett i forhold til referanseporteføljen. I figur 5 er denne faktiske relative volatiliteten beregnet som årsrate fra 12 måneders rullerende vinduer.

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

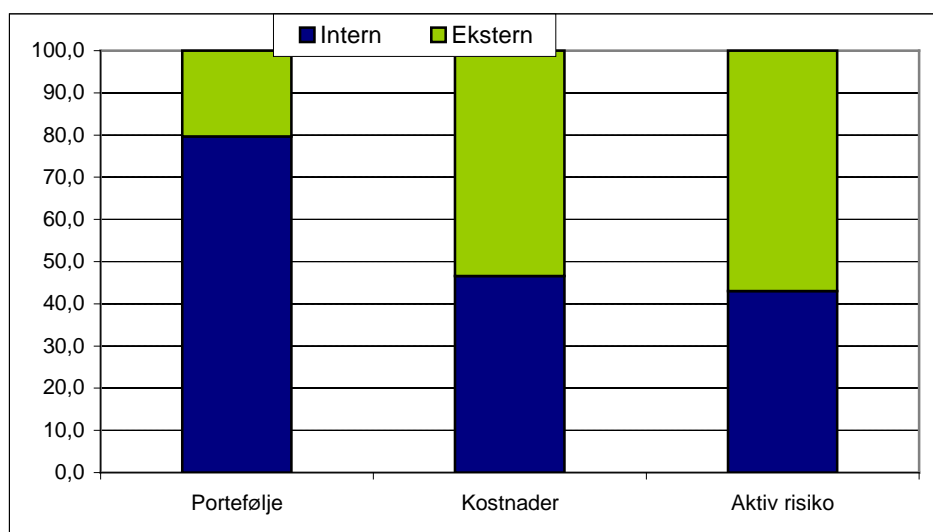


Den faktiske variasjonen i den månedlige meravkastningen var fram til 2001 til dels betydelig høyere enn den forventede relative volatiliteten. Deretter har tallene imidlertid ligget nær hverandre. Både forventet volatilitet og faktisk volatilitet kan svinge mye også ved uendret grad av aktiv forvaltning. Dette skyldes at målene påvirkes av ulike trekk i markedsutviklingen, som for eksempel endringer i korrelasjoner mellom de ulike aktivklasser og verdipapirer. Forventet relativ volatilitet har ligget godt under den grensen på 1,5 prosentpoeng 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 meravkastning pr år og relativ markedsrisiko (her målt som faktisk relativ volatilitet). Som gjennomsnitt fra første kvartal 1998 til og med andre kvartal 2002 har informasjonsraten for fondet vært på 0,88, målt som årsrate. Målsettingen for forvaltningen er å oppnå en informasjonsrate på minst 0,2-0,3.

Figur 6 viser noen nøkkeltall knyttet til fordelingen på ekstern og intern forvaltning. Den viser at ved utgangen av andre kvartal ble 20 prosent av Petroleumsfondet forvaltet av eksterne forvaltere. Samtidig utgjorde kostnadene ved ekstern forvaltning 53 prosent av de samlede forvaltningskostnadene. Den aktive risikoen i den eksterne forvaltningen utgjorde rundt 57 prosent av den samlede risiko knyttet til aktiv forvaltning.

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



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

Aktiv forvaltning er klart dyrere enn indeksforvaltning, og det forklarer i noen grad at enhetskostnadene i den eksterne forvaltningen er langt høyere enn i den interne. En supplerende forklaring er at stordriftsfordelene i kapitalforvaltning tilsier at intern forvaltning av store porteføljer kan være kostnadseffektivt sammenlignet med å kjøpe forvaltningstjenester i markedet. Norges Banks strategi er å la eksterne forvaltere med

spesialisert kompetanse stå for en viktig del av den samlede aktive forvaltningen, jf egen artikkel om dette i årsrapporten for forvaltningen av Petroleumsfondet i 1999 og brev til Finansdepartementet sendt i september 2000.

2. Mandat

Norges Bank forvalter Petroleumsfondet i samsvar med forskrift fastsatt av Finansdepartementet 3. oktober 1997 og siste gang endret 16. januar 2002. Petroleumsfondet består av en ordinær portefølje av egenkapital- og renteinstrumenter, samt av et særskilt Miljøfond som bare investeres i egenkapitalinstrumenter.

I samsvar med forskriften har Finansdepartementet definert en referanseportefølje for Petroleumsfondet. Referanseporteføljen for den ordinære porteføljen er satt sammen av de aksjer som inngår i FTSE aksjeindekser i 27 land og av de obligasjoner som inngår i Lehman Global Aggregate obligasjonsindekser i valutaene til de 22 landene som er godkjent for renteinvesteringer. Fra 28. februar 2002 inneholder rentereferansen ikke bare statsobligasjoner, men også andre obligasjoner utstedt av offentlig sektor, obligasjoner utstedt av internasjonale organisasjoner, selskapsobligasjoner og pantesikrede obligasjoner.

Aksjer skal utgjøre 40 prosent av referanseporteføljen for Petroleumsfondet utenom Miljøfondet, mens obligasjoner skal utgjøre 60 prosent. Innenfor aksjedelen av referansen utgjør papirer notert på børser i Europa 50 prosent, i Amerika 30 prosent og i Asia/Oceania 20 prosent. Innenfor rentedelen er andelene henholdsvis 55, 35 og 10 prosent.

Aktivaklasse- og regionvektene i referanseporteføljen endres imidlertid fortløpende som følge av endringer i markedsprisene på de papirer som inngår. Tilførsler av nye midler til Petroleumsfondet skjer normalt ved utgangen av hver måned. Disse tilførselene brukes til å bringe aktivaklasse- og regionvektene i referanseporteføljen så langt tilbake mot de opprinnelige vektene som mulig, men ikke slik at det blir nødvendig å selge noe fra den eksisterende porteføljen. Dermed kan det også etter tilførsel av nye midler bli en mindre forskjell mellom vektene i den strategiske referanseporteføljen beskrevet ovenfor og vektene i den faktiske referanseporteføljen. Det er den faktiske referanseporteføljen som danner grunnlaget for risikostyringen og resultatmålingen i Petroleumsfondet. Vektene i både den strategiske og faktiske referanseporteføljen ved utgangen av juni 2002 er vist i tabell 2. Vektene i rentereferansen gjelder den valuta obligasjonene lyder på, og det er derfor ikke oppgitt andeler for hvert land innen euro-området.

Det særskilte Miljøfondet er en aksjeportefølje med samme fordeling på regioner som den ordinære aksjeporteføljen, og fondet investeres i de samme landene, med unntak av de framvoksende markedene Brasil, Sør-Korea, Mexico, Taiwan og Tyrkia.

Finansdepartementet har satt en grense for hvor mye Petroleumsfondets faktiske portefølje kan avvike fra referanseporteføljen. I den ordinære porteføljen skal den relative markedsrisikoen målt ved forventet relativ volatilitet, alltid være lavere enn

1,5 prosentpoeng. For Miljøfondet er grensen 1 prosentpoeng. Begrepet relativ volatilitet er nærmere forklart i kapittel 6.

Tabell 2: Referanseportefølje pr 30. juni 2002 for Petroleumsfondets ordinære portefølje (eksklusive Miljøfondet). Tall i prosent

	Aksjer		Renter	
	Strategisk referanseportefølje	Faktisk referanseportefølje	Strategisk referanseportefølje	Faktisk referanseportefølje
Vekt aktivaklasser	40,0	38,5	60,0	61,5
Land (valuta)	Landvekter		Valutavekter	
Belgia		0,8		
Finland		1,1		
Frankrike		7,3		
Hellas		0,4		
Irland		0,5		
Italia		2,7		
Nederland		4,2		
Portugal		0,3		
Spania		2,2		
Tyskland		5,4		
Østerrike		0,1		
<i>Euro-området (EUR)</i>		24,9		47,7
Storbritannia (GBP)		18,6		6,0
Danmark (DKK)		0,5		1,2
Sveits (CHF)		5,4		0,7
Sverige (SEK)		1,5		1,0
Tyrkia		0,1		
Sum Europa	50,0	51,1	55,0	56,6
USA (USD)		27,4		30,4
Brasil		0,2		
Canada (CAD)		1,1		3,2
Mexico		0,2		
Sum Amerika	30,0	28,8	35,0	33,6
Australia (AUD)		2,5		0,5
Hong Kong		1,5		
Japan (JPY)		12,8		8,9
New Zealand (NZD)		0,1		0,1
Singapore (SGD)		0,5		0,3
Sør-Korea		1,2		
Taiwan		1,4		
Sum Asia / Oceania	20,0	20,1	10,0	9,9

3. Markedsutviklingen

3.1 Hovedtrekk

Veksten i verdensøkonomien har vært lav de to siste årene, vesentlig som en følge av at bedriftene har redusert investeringene og lagerholdet betydelig i denne perioden. Dette har skjedd samtidig i alle regioner. Det har vært flere bakenforliggende årsaker til denne utviklingen. For det første ble det fram til 2000 investert mer, særlig i infrastruktur for telekommunikasjon og i EDB-utstyr, enn det viste seg å være

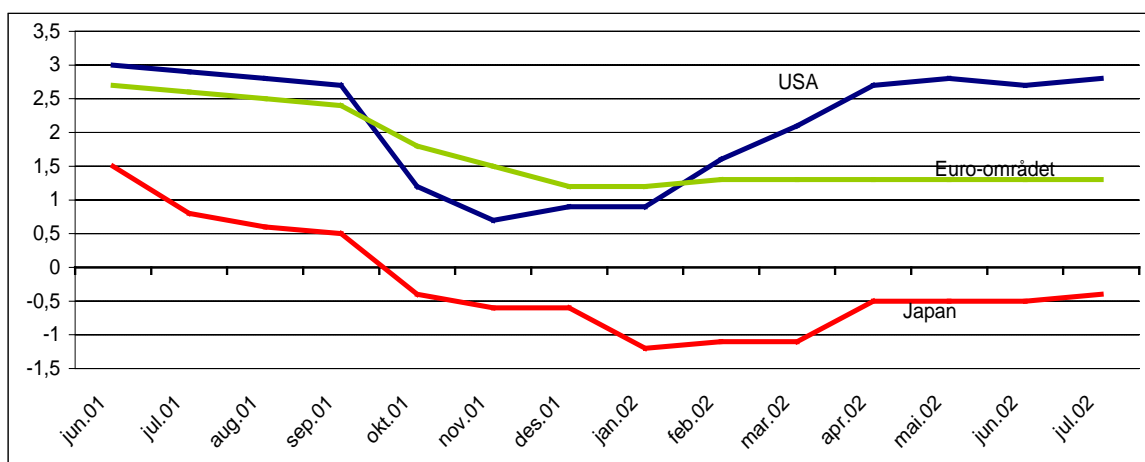
grunnlag for. For det andre har lønnskostnadene i bedriftene de siste årene økt raskere enn prisene på produktene som ble produsert. Endelig har gjeldsgraden i mange bedrifter økt gjennom nittitallet. Som en reaksjon på disse forholdene har bedriftene de to siste årene redusert investeringene betydelig, samtidig som det også er blitt kuttet i lagre og i arbeidsstokken.

I USA var det i første halvår tegn på at den økonomiske veksten var i gang igjen, etter nedgang i bruttonasjonalproduktet (BNP) gjennom de tre første kvartalene i 2001. Nedbyggingen av lagre og nedbemanningen i bedriftene later til å ha stoppet opp. Investeringene viste fortsatt nedgang i andre kvartal, men betydelig mindre enn i første kvartal. Forbruksveksten og veksten i BNP var likevel svakere i andre kvartal enn i første.

Ledende indikatorer for USA, Japan og Europa peker mot noe sterkere vekst framover. Kapasitetsutnyttelsen i hovedøkonomiene er ennå lav i forhold til det som har vært normalt. Veksten i euro-området har ikke vært like sterk som i USA så langt i år. I Europa og særlig i Tyskland har spesielt utviklingen i privat forbruksetterspørsel vært svakere. Eksporten har derimot bidratt positivt til veksten i euro-området. Den økonomiske utviklingen i Storbritannia har større likhetspunkter med utviklingen i USA. Privat forbruksetterspørsel bidrar positivt til økonomisk vekst, delvis som følge av sterkt stigende boligpriser.

I Japan er det fortsatt ingen vekst i økonomien, selv om forbruksetterspørselen også der har holdt seg godt oppe.

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



Kilde: Consensus Economics Inc.

Figur 7 viser hvordan analytikernes forventninger til veksten i bruttonasjonalproduktet for 2002 har endret seg fra juni 2001 til juni 2002. Vi ser at spesielt forventningene til vekst i amerikansk økonomi er blitt oppjustert siden årsskiftet 2001-02. For Europa har ikke analytikerne funnet noen grunn til å justere opp sine vekstanslag.

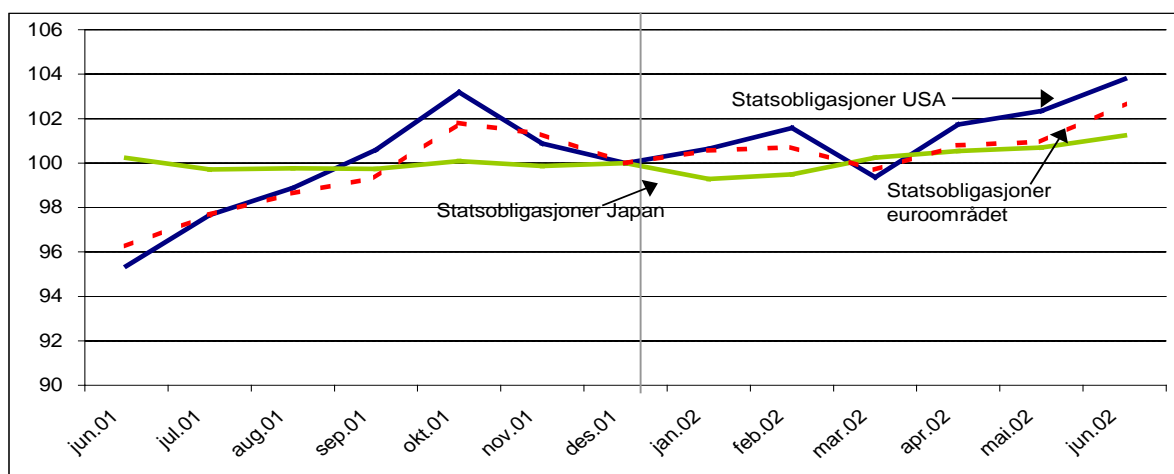
På valutamarkedet har den amerikanske dollaren svekket seg betydelig mot andre valutaer i løpet av andre kvartal 2002. Euroen var omtrent like mye verdt som dollaren ved slutten av kvartalet. Svekkelsen av dollaren ser ut til å ha sammenheng med større skepsis til det amerikanske finansmarkedet etter de regnskapsskandalene som er avdekket i store amerikanske selskaper dette året. Markedsaktørene vurderer det også som negativt at finanspolitikken er meget ekspansiv med store statlige underskudd, at driftsbalansen overfor utlandet er negativ, og at rentenivået i USA er lavere enn i mange andre land.

3.2 Rentemarkedene

Rentene på statsobligasjoner med ti års løpetid har falt både i USA, Europa og Japan i andre kvartal. Sterkest har fallet vært i USA, der ti-års rentene falt fra 5,35 prosent i begynnelsen av kvartalet til 4,8 prosent i slutten av kvartalet, men også i euro-området har rentene på lån med lang løpetid gått betydelig ned. Hovedårsaken til rentenedgangen i USA og i euro-området synes å være at mange investorer har flyttet penger fra det fallende aksjemarkedet, til det tryggere statsobligasjonsmarkedet. I USA kan det også ha betydning at markedsaktørene nå forventer at den amerikanske sentralbanken ikke vil sette opp de korte rentene før investeringsetterspørselen begynner å øke.

Figur 8 viser at statsobligasjoner som følge av rentenedgangen gav positiv avkastning i alle tre hovedmarkedene i andre kvartal. Avkastningen i USA var på 4,4 prosent, i euro-området på 3,0 prosent, og i Japan på 1,0 prosent.

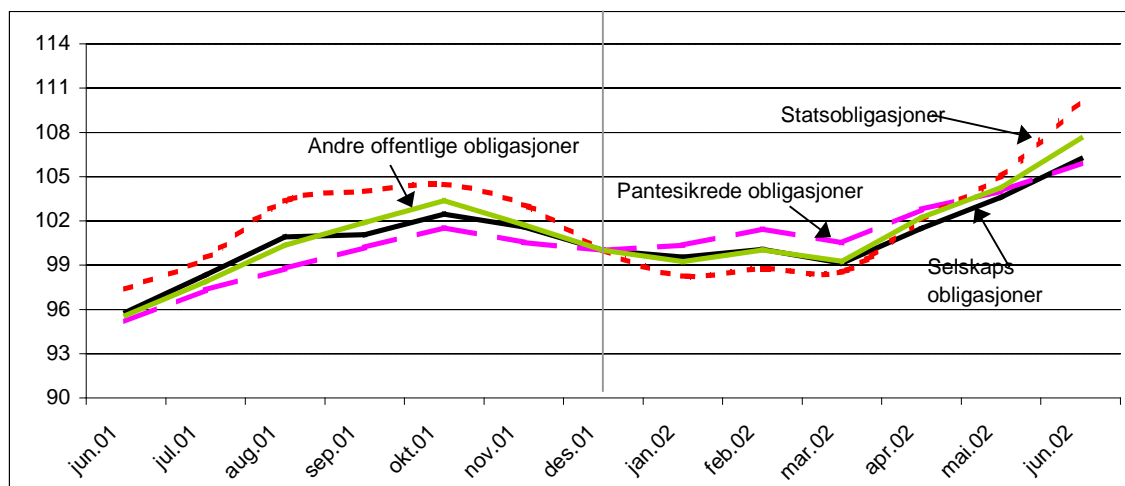
Figur 8: Verdiutviklingen på Lehman Global Aggregate statsobligasjonsindekser i hovedmarkedene fra juni 2001 til juni 2002, målt i lokal valuta (31.12.01 = 100)



I kredittobligasjonsmarkedet har renteforskjellene til statsobligasjoner økt i løpet av kvartalet. Dette har spesielt vært tilfellet for obligasjoner utstedt av telekomselskaper, etter at mange selskaper i denne sektoren er blitt nedgradert av kredittratingselskapene. Nedgraderingene er kommet som en reaksjon på stadig svakere inntjening, samtidig som selskapene ikke greier å redusere gjelden i den takt som de har planlagt.

Figur 9 viser avkastningen globalt i hvert av de markedssegmentene Petroleumsfondets renteportefølje investeres i, regnet i amerikanske dollar. Fallet i dollarkursen mot andre valutaer fører til høyere avkastningstall i denne figuren enn i figur 8, der avkastningen vises i lokal valuta. Men figuren illustrerer at avkastningen i andre markedssegmenter har vært lavere enn i statsobligasjonsmarkedet: Det følger av at renteforskjellen til statspapirer har økt.

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

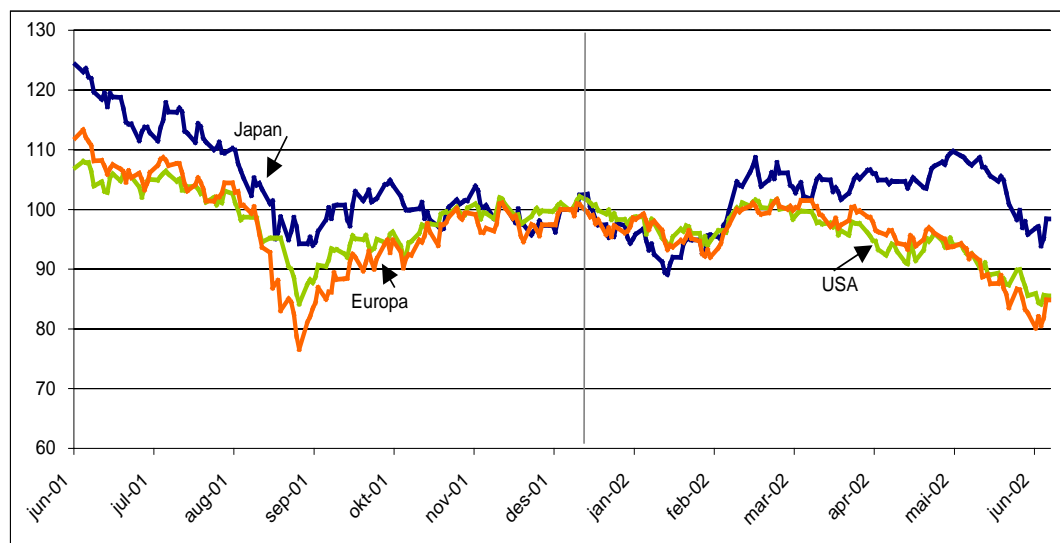


3.3 Aksjemarkedene.

Aksjekursene i USA, Europa og Japan har falt i andre kvartal. Særlig kraftig har fallet vært i USA, med en kursnedgang på 14,2 prosent, og i Europa, med en kursnedgang på 16,4 prosent. En stor del av fallet er kommet i juni og har trolig sammenheng med avsløringene rundt regnskapsførselen hos enkelte store amerikanske selskaper. Dette har foreløpig toppet seg i avsløringen av at WorldCom, et av USAs store telekommunikasjonselskaper, har gitt misvisende opplysninger i sine regnskaper. Konsekvensen har vært en generell mistro til publiserte regnskapstall fra børsnoterte selskaper, både i USA og i resten av verden.

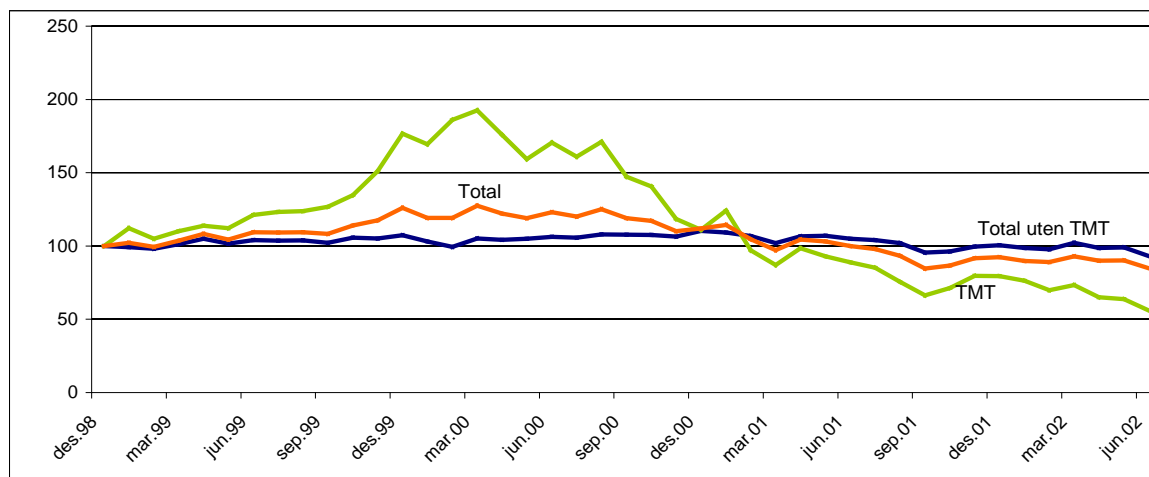
Figur 10 viser at aksjekursene i Japan har holdt seg bedre enn i de to andre hovedmarkedene, med et fall på bare 3,7 prosent i andre kvartal. Også andre aksjemarkeder i Asia har hatt noenlunde stabilt kursnivå. Utviklingen i det japanske aksjemarkedet skyldes blant annet at eksportbedriftene har nytt godt av at yen i en periode har vært svak mot dollar, samtidig som det har vært en sterk etterspørsel etter japanske varer i USA og i Asia. Bedriftene i Asia utenom Japan har i tillegg til sterk etterspørsel fra USA nytt godt av sterk etterspørsel også i hjemmemarkedene. Denne etterspørselen er delvis finansiert av større låneopptak fra husholdningene, etter en liberalisering av kredittmarkedene i disse landene.

Figur 10: Verdiutviklingen i FTSE aksjeindekser i hovedmarkedene USA, Europa og Japan fra juni 2001 til juni 2002, målt i lokal valuta (31.12.2001 = 100)



Fallet i aksjemarkedet har vært sterkest i TMT-sektorene, det vil si telekom-, teknologi- og mediasektoren. Særlig telekom-sektoren har vist svak utvikling i dette kvartalet. Årsaken er at mange av selskapene i denne sektoren har høy gjeld i forhold til inntjeningen. Bransjen er også preget av sterk priskonkurranse som følge av at det er mye ledig kapasitet etter de store investeringene som er gjennomført de senere årene. Nye tjenester har ikke skapt de inntektene markedet forventet for et par år siden. Telekom-selskapene over hele verden har reagert på denne situasjonen ved å skjære ned på kostnadssiden, og da særlig på investeringsbudsjettene. Dette har igjen rammet alle bedrifter som har levert varer og tjenester til disse selskapene. Disse bedriftene har som oftest vært hjemmehørende i teknologibransjen, men også mediabedrifter er rammet gjennom mindre reklame for telekomprodukter. Figur 11 viser utviklingen i TMT-sektorene, sett i forhold til alle andre selskaper som inngår i FTSEs verdensindeks for aksjer.

Figur 11: FTSE Global aksjeindeks 1999-2002: Totalt og TMT-sektorene teknologi, media og telekommunikasjon, målt i lokal valuta (31.12.1998 = 100)



Tabell 3 viser avkastningen på FTSE verdensindeks i andre kvartal 2002 fordelt på hovedsektorer. Avkastningen i de viktigste undersektorene er også vist. Foruten TMT-sektorene viser legemiddelsektoren sterk nedgang i aksjekursene. De viktigste årsakene til dette er forventninger om økt konkurranse fra billigere kopier av viktige legemidler, og usikkerhet om hvorvidt legemiddelselskapene greier å få nye produkter godkjent av myndighetene.

Tabell 3: Avkastningen på FTSE verdensindeks for aksjer i andre kvartal 2002, målt i prosent mot amerikanske dollar og mot Petroleumsfondets valutakurv

Sektor	USD	Fondets valutakurv
Råvarer	-2,07	-9,04
- derav olje- og gassutvinning	-2,07	-9,04
Prosessindustri	3,74	-3,65
Generell industri	-8,26	-14,79
- derav diversifisert produksjon	-16,53	-22,47
Konjunkturfølsomme varer	-1,49	-8,51
Ikke-konjunkturfølsomme varer	-7,17	-13,78
- derav legemidler og bioteknologi	-12,89	-19,09
Konjunkturfølsomme tjenester	-10,47	-16,84
- derav detaljhandel	-7,27	-13,87
Ikke-konjunkturfølsomme tjenester	-16,77	-22,69
- derav telekommunikasjon	-20,08	-25,77
Energi- og vannforsyning	-5,66	-12,38
Finansielle tjenester	-3,51	-10,38
- derav banker	-1,67	-8,67
- derav forsikringsselskaper	-5,49	-12,21
- derav andre finansielle tjenesteytere	-6,92	-13,54
Informasjonsteknologi	-26,25	-31,50
- derav IT maskinvare	-29,12	-34,17
- derav IT programvare og tjenester	-20,28	-25,96

Kilde: Datastream

4. Gjennomføring av forvaltningen

Markedsverdien av Petroleumsfondets valutaportefølje var ved utgangen av første kvartal 2002 på 625,0 milliarder kroner. Finansdepartementet overførte i andre kvartal nye midler til fondet med 12,0 milliarder kroner 2. april, 12,9 milliarder kroner 30. april, 15,6 milliarder kroner 31. mai og 13,0 milliarder kroner 28. juni. Tilsvarende beløp i valuta ble samtidig overført til verdipapirporteføljen. Tilførselen 2. april var den som normalt skulle ha funnet sted ved utgangen av mars, men som på grunn av forventet svakere likviditet i påskehelgen ble utsatt noen dager. Samlet tilførsel til Petroleumsfondets portefølje av internasjonale verdipapirer i andre kvartal tilsvarte 53,5 milliarder kroner. Ved utgangen av kvartalet var markedsverdien av fondets samlede verdipapirportefølje likevel sunket til 605,4 milliarder kroner. Nedgangen skyldes dels kursfallet i aksjemarkedene. Den viktigste årsaken er likevel at de valutaer fondet er investert i er blitt gjennomsnittlig 8,5 prosent mindre verd i forhold til den norske kronen. Dette har ikke betydning for fondets internasjonale kjøpekraft.

Tabell 4: Markedsverdien av Petroleumsfondets delporteføljer (millioner norske kroner)

	Ordinære aksjeporteføljen	Renteporteføljen	TAA-porteføljen*	Miljøfondet	Petroleumsfondet totalt
31. mars 2001	169 540	248 229	6 316	863	424 948
30. juni 2001	207 767	310 023	4 146	899	522 835
30. sep. 2001	215 644	327 754	2 833	721	546 952
31. des. 2001	245 796	362 945	4 153	792	613 686
31. mars 2002	258 179	360 718	4 341	1 794	625 032
30. april 2002	242 639	380 177	3 951	1 683	628 449
31. mai 2002	243 068	377 770	3 731	1 618	626 187
30. juni 2002	231 742	371 145	1 039	1 438	605 363

* Taktisk aktivallokering inneholder både aksje- og renteinstrumenter

4.1. Forvaltningen av renteporteføljen

Nye midler ble tilført renteporteføljen med 12,0 milliarder kroner 2. april, 12,9 milliarder 30. april og ytterligere 5,7 milliarder 31. mai. På de samme dagene ble referanseporteføljen for renteforvaltningen delvis rebalansert slik at regionvektene ble brakt så nær de strategiske vektene som den faktiske porteføljen kunne komme uten at en måtte redusere investeringsvolumene i noe marked.

Fra og med 28. februar 2002 inneholder referanseporteføljen både statsgaranterte og ikke-statsgaranterte obligasjoner. Alle delindekser for obligasjoner med høy kredittrating i Lehman Global Aggregate indeksen har etter dette positiv vekt i referanseporteføljen, og vektene vil gradvis bli endret til de når markedsverdivektene innenfor hver region. Ikke-statsgaranterte obligasjoner omfatter papirer utstedt av andre offentlige eller internasjonale institusjoner enn staten, selskapsobligasjoner og pantelånssikrede obligasjoner. Innfasingen av slike obligasjoner i referanseporteføljen og i den faktiske porteføljen ble videreført i andre kvartal.

Markedsverdien av renteporteføljen var ved utgangen av kvartalet på 371,1 milliarder kroner. Hovedtyngden av porteføljen forvaltes internt i Norges Bank med bruk av både utvidet indeksforvaltning, der hovedformålet er å oppnå markedseksposering i samsvar med referanseporteføljen, og aktive strategier med sikte på å oppnå meravkastning i forhold til referanseporteføljen.

Arbeidet med å gjennomgå søknadene til de nye mandatene for ekstern forvaltning som ble utlyst med søknadsfrist 15. januar 2002 fortsatte i andre kvartal. Tre nye eksterne mandater ble tilført midler. Det er Lincoln Capital Management Company, Merrill Lynch Investment Managers og State Street Global Advisors Investment Management. Disse tre forvalterne skal drive utvidet indeksforvaltning av pantelånssikrede obligasjoner i USA. Hovedformålet er å oppnå eksponering mot dette markedssegmentet på en kostnadseffektiv måte.

4.2. Forvaltningen av aksje- og allokeringsporteføljen

Den ordinære aksjeporteføljen ble tilført 9,8 milliarder kroner 31. mai og ytterligere 13,0 milliarder 28. juni. Markedsverdien av porteføljen var ved utgangen av andre kvartal på 231,7 milliarder kroner.

Ved utgangen av kvartalet forvaltes om lag 60 prosent av aksjeporteføljen internt i Norges Bank. Om lag 35 prosent av dette er utvidet indeksforvaltning (eller aktiv indeksering), der det primært skal oppnås markedsekponering i samsvar med referanseporteføljen, men der det i tillegg brukes ulike teknikker for å tjene på spesielle prisingssituasjoner. Om lag en fjerdedel er sektorforvaltning der risikotakingen er beskjedent, mens en annen fjerdedel er aktiv forvaltning innen utvalgte sektorer. I tillegg kommer porteføljer som holdes internt i påvente av overføring til eksterne aktive forvaltere.

Om lag 40 prosent av aksjeporteføljen forvaltes eksternt. Mer enn 60 prosent av dette er aktiv forvaltning i regionale mandater, mens om lag en fjerdedel er ekstern forvaltning i sektormandater. Resten av den eksterne porteføljen forvaltes av eksterne indeksforvaltere med aktive strategier (utvidet indeksforvaltning).

I andre kvartal 2002 har ett nytt eksternt mandat mottatt midler til forvaltning. Det gjelder Citigroup Asset Management som har et mandat for forvaltning i helsesektoren i Amerika.

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

5. Avkastningen av fondet

Inklusive Miljøfondet hadde Petroleumsfondet i andre kvartal en periodeavkastning på -2,93 prosent, målt i forhold til referanseporteføljens valutakurv. Målt i norske kroner var totalavkastningen i andre kvartal -11,19 prosent. Den store forskjellen skyldes at kronen i løpet av kvartalet har styrket seg mye mot valutaslagene i referanseporteføljen, slik at fondets valutakurv ble 8,51 prosent mindre verd i forhold til kronen. Dette har imidlertid ingen betydning for fondets internasjonale kjøpekraft.

Tabell 5 viser at Petroleumsfondets ordinære portefølje (utenom Miljøfondet) hadde en periodeavkastning på -2,90 prosent i andre kvartal. Avkastningen var negativ i alle de tre månedene i kvartalet. Tabell 6 viser avkastningen av aksje- og renteporteføljene i den ordinære porteføljen hver for seg. Målt i forhold til fondets valutakurv hadde aksjeporteføljen negativ avkastning med -12,01 prosent i kvartalet, mens avkastningen for renteporteføljen var positiv med 3,55 prosent. Også i de foregående kvartaler og år har det vært en klar negativ sammenheng mellom aktivaklassene.

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

	Målt i fondets valutakurv		Målt i norske kroner		
	Faktisk portefølje	Referanseportefølje	Faktisk portefølje	Referanseportefølje	Differanse
Hele 2001	-2,43	-2,45	-5,31	-5,33	0,02
Første kvartal	0,59	0,34	-2,05	-2,30	0,24
April	-0,50	-0,48	-3,37	-3,35	-0,02
Mai	-0,25	-0,18	-2,83	-2,77	-0,06
Juni	-2,17	-2,25	-5,39	-5,46	0,07
Andre kvartal	-2,90	-2,90	-11,17	-11,16	-0,01
Hittil i år	-2,33	-2,57	-13,00	-13,20	0,21
Etter korreksjonsposter			-13,00	-13,27	0,27

Tabell 6 viser videre avkastningstall for totalporteføljen (inklusive Miljøfondet) målt i amerikanske dollar, som ble sterkt svekket mot valutakurven i andre kvartal. Målt i dollar var avkastningen derfor positiv med 4,51 prosent. Dersom vi i stedet måler mot euro finner vi igjen negativ periodeavkastning, med -7,68 prosent. Mot en valutakurv basert på importvekter var periodeavkastningen -5,68 prosent.

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

	Aksjer	Renter	TAA	Miljø	Total
Fondets valutakurv	-12,01	3,55	-19,79	-12,39	-2,93
Importveiet valutakurv	-14,51	0,61	-22,07	-14,87	-5,68
Amerikanske dollar	-5,27	11,48	-13,65	-5,68	4,51
Euro	-16,32	-1,52	-23,72	-16,68	-7,68
Norske kroner	-19,51	-5,27	-26,63	-19,85	-11,19

Den ordinære porteføljen hadde i andre kvartal en mindreavkastning på 0,01 prosentpoeng i forhold til referanseporteføljen. Både aksjeforvaltningen og renteforvaltningen har gitt om lag samme avkastning som referanseporteføljen.

De faktiske avkastningstallene i tabell 5 og 6 er regnet med fradrag for en rekke kostnader som det ikke gjøres fradrag for ved beregning av referanseavkastningen. I andre kvartal 2002 gjelder det særlig direkte transaksjons- og skattekostnader i forbindelse med innføring av kredittobligasjoner i renteporteføljen. Det gjelder dessuten transaksjons- og skattekostnader i forbindelse med investering av nye midler i aksjemarkedene og skatt på utbytte i enkelte land. Dersom en tar hensyn til disse kostnadskomponentene også for referanseporteføljen, blir meravkastningen i andre kvartal 4 basispunkter høyere.

På den annen side inkluderer de faktiske avkastningstallene inntekter fra utlån av verdipapirer, mens referanseavkastningen ikke gjør det. Det dreier seg om kortsiktige utlån til motparter som både har høy kredittverdighet og stiller full sikkerhet for verdien av de papirer som blir lånt. Utlånsinntektene var i andre kvartal på 76 millioner kroner, som utgjorde vel 1 basispunkt av den gjennomsnittlige totalporteføljen. Dersom dette legges til referanseavkastningen blir netto korreksjonsposter i andre kvartal 2002 om lag 3 basispunkter av den gjennomsnittlige totalporteføljen i fondet. I første kvartal var tilsvarende tall 4 basispunkter. Siste linje

i tabell 5 viser at Norges Banks bidrag til meravkastning hittil i år dermed har vært på 27 basispunkter.

Tabell 7 viser at Miljøfondet i andre kvartal hadde en avkastning på –12,39 prosent målt i valutakurven, og –19,85 prosent målt norske kroner. Den faktiske avkastningen var lik porteføljens referanseavkastning. Referanseavkastningen for Miljøfondet har i første halvår 2002 vært 0,41 prosentpoeng lavere enn avkastningen på en sammenlignbar referanseportefølje der ingen bedrifter var tatt ut etter miljøkriterier.

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

	Målt i fondets valutakurv		Målt i norske kroner		
	Faktisk portefølje	Referanse-Portefølje	Faktisk portefølje	Referanse-Portefølje	Differanse
Hele 2001	-18,94	-18,90	-20,83	-20,79	-0,04
Første kvartal	1,30	1,32	-1,36	-1,35	-0,02
April	-3,39	-3,41	-6,17	-6,19	0,02
Mai	-1,29	-1,25	-3,86	-3,81	-0,04
Juni	-8,13	-8,15	-11,15	-11,17	0,02
Andre kvartal	-12,39	-12,39	-19,85	-19,85	0,00
Hittil i år	-11,25	-11,23	-20,94	-20,93	-0,02
Memo: Ordinær referanse med landvekter som i Miljøfondet		-10,78		-20,52	

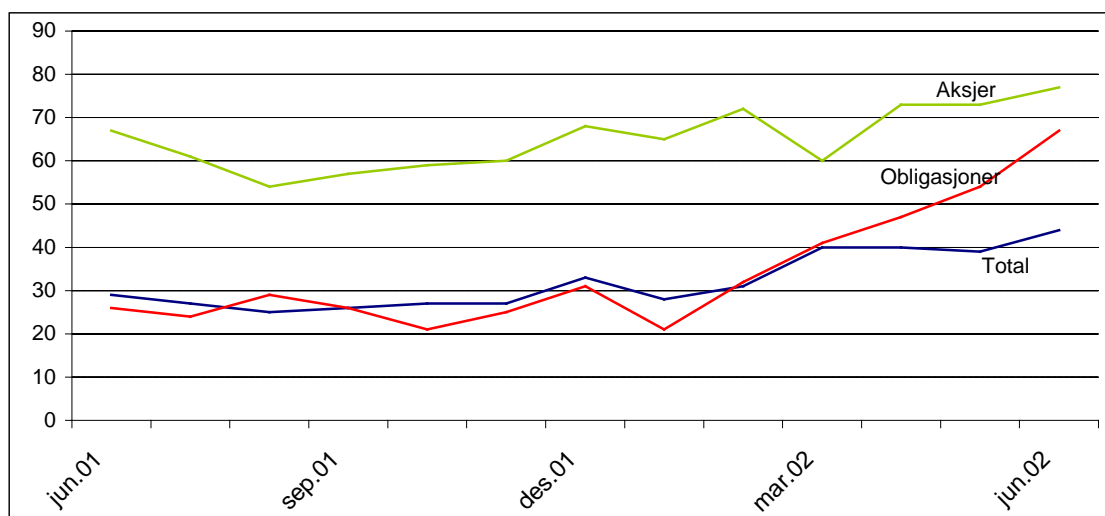
6. Risikoeksponering

Finansdepartementet har satt en grense for markedsrisikoen i den faktiske porteføljen i forhold til referanseporteføljen. Denne relative markedsrisikoen skal alltid være lavere enn 1,5 prosentpoeng (150 basispunkter) forventet relativ volatilitet, slik dette måles i risikomodellen BARRA. Figur 12 viser at den relative markedsrisikoen i andre kvartal 2002 har ligget godt innenfor den øvre grensen. Ved utgangen av kvartalet var forventet relativ volatilitet for totalporteføljen på 44 basispunkter.

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 i relativ risiko er imidlertid blitt mindre i løpet av andre kvartal. Hovedårsaken er at ikke-statsgaranterte obligasjoner utgjør en økende andel av renteporteføljen, og at disse indekseres mindre presist enn statsobligasjoner.

Den relative markedsrisikoen i Miljøfondet ved utgangen av mars var på 25 basispunkter, målt som forventet relativ volatilitet i forhold til denne porteføljens referanse. Den øvre grensen som Finansdepartementet har fastsatt er på 100 basispunkter.

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



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 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 investere i verdipapirer med lavere kredittvurdering enn Baa fra Moody's eller BBB fra S&P. Dog kan inntil 0,5 prosent av renteporteføljen være investert i papirer som vurderes til Ba fra Moody's eller til BB fra S&P. Disse retningslinjene er overholdt i andre kvartal 2002.

Tabell 8: Obligasjonsporteføljen pr 30.juni 2002 fordelt etter kredittvurdering (prosent av markedsverdi)

Moody's		Standard & Poor's	
Karakter	Prosent av total	Karakter	Prosent av total
Aaa	67,5	AAA	59,4
Aa	16,9	AA	31,7
A	12,5	A	5,3
Baa	3,1	BBB	3,2
Lavere	0,0	Lavere	0,0
Ingen rating	0,1	Ingen rating	0,5

Renteporteføljen består foruten obligasjoner av en mindre andel kortsiktige verdipapirer og kontanter. Alle kortsiktige papirer i porteføljen har kredittvurdering P-1 og A-1 hos henholdsvis Moody's og Standard&Poor's.

Tabell 9 gir en oversikt over andre grenser for risikoeksponering som gis i Finansdepartementets forskrift og retningslinjer for den ordinære porteføljen, og den tilpasning som faktisk har vært gjort i løpet av kvartalet. Forvaltningen har gjennom hele kvartalet vært drevet innenfor grensene.

Tabell 9: Forskriftens og retningslinjenes grenser for risikoeksponering

Paragraf	Risiko	Grenser	Faktisk				
			30.06.01	30.09.01	31.12.01	31.03.02	28.06.02
§ 4	Markedsrisiko	Maksimalt 1,5 prosentpoeng relativ volatilitet	0,3	0,3	0,3	0,4	0,4
§ 5	Aktivafordeling	Obligasjoner 50-70%	60,2	60,0	59,2	57,9	61,5
		Aksjer 30-50%	39,8	40,0	40,8	42,1	38,5
§ 6	Valutafordeling	Europa 40-60%	50,0	49,9	50,4	52,8	54,2
		Amerika 20-40%	30,1	30,7	30,8	33,0	32,2
		Asia/Oceania 10-30%	19,9	19,4	18,8	14,2	13,6
	Nye markeder	< 5% av aksjeporteføljen	1,3	1,2	1,9	2,2	2,6
§ 7	Renterisiko	Modifisert durasjon 3-7	5,5	5,6	5,4	5,3	5,2
§ 8	Kreditrisiko*	Maks 20% i bankinnskudd	6,6	4,6	3,4	4,7	2,5
§ 10	Eierandel	Maks 3% av et selskap	1,1	1,7	2,0	2,6	2,6

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

7. Kostnader i forvaltningen

Tabell 10 gir en oversikt over kostnader ved forvaltningen av Petroleumsfondet i andre kvartal 2002. Kostnadene består dels av honorarer til eksterne forvaltere og depot- og oppgjørsinstitusjoner og dels av Norges Banks interne driftskostnader. Norges Bank Kapitalforvaltning forvalter foruten Petroleumsfondet også Statens petroleumsforsikringsfond og den største delen av Norges Banks valutareserver. De totale interne kostnadene fordeles på de tre fondene ved hjelp av et sett internt priser. De interne kostnadene omfatter også alle støttefunksjoner utført i Norges Bank

utenom Kapitalforvaltningen. Omfanget av den siste typen kostnader er beregnet etter de retningslinjer som gjelder for forretningsdrift i Norges Bank.

Omregnet til årsrate utgjør kostnadene i tabellen 0,11 prosent (11 basispunkter) av gjennomsnittlig portefølje for aksjer og 0,04 prosent (4 basispunkter) av gjennomsnittlig portefølje for obligasjoner. For taktisk allokering har en slik pris liten mening, fordi forvaltningen i hovedsak drives med utgangspunkt i aksje- og renteporteføljene, og slik at de egne porteføljene er små i forhold til risikotakingen.

I tillegg til kostnadene ovenfor kommer avkastningsavhengige honorarer til eksterne aksjeforvaltere med 29 millioner kroner (2 basispunkter av gjennomsnittlig aksjeportefølje) og avkastningsavhengige honorarer til eksterne renteforvaltere med 3,4 millioner kroner. Beløpene bestemmes av forvalternes samlede meravkastning over de fire siste kvartalene. Medregnet disse avkastningsavhengige honorarene utgjør aksjekostnadene 14 basispunkter og rentekostnadene 5 basispunkter av gjennomsnittlige delporteføljer.

Tabell 10: Forvaltningskostnader i første halvår 2002 (i 1000 kroner og annualiserte basispunkter av gjennomsnittlig portefølje)

	Første halvår 2002		Første halvår 2001	
	1000 kroner	Basispunkter	1000 kroner	Basispunkter
Honorar til eksterne aksjeforvaltere, eksklusive avkastningsavhengige honorarer	63 025		37 209	
Kostnader til aksjedepot og oppgjør	16 321		20 879	
Interne kostnader i aksjeforvaltningen	61 595		29 630	
Sum aksjeforvaltning	140 942	11	87 718	12
<i>Avkastningsavhengige honorarer til eksterne aksjeforvaltere</i>	29 365		24 207	
Honorar til eksterne renteforvaltere, eksklusive avkastningsavhengige honorarer	9 981		9 273	
Depotkostnader renter	10 530		8 421	
Interne kostnader i renteforvaltningen	61 264		26 184	
Sum renteforvaltning	81 775	4	43 878	4
<i>Avkastningsavhengige honorarer til eksterne renteforvaltere</i>	3 367		6962	
Honorar til eksterne forvaltere taktisk allokering	3 442		3 572	
Depotkostnader taktisk allokering	244		469	
Interne kostnader i taktisk allokering	1 806		5 761	
Sum taktisk allokering	5 491	-	9 802	-
Sum forvaltningskostnader, eksklusive avkastningsavhengige honorarer	228 208	7	141 397	7
Sum alle forvaltningskostnader	260 940	8	166 300	9

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

Forvaltningsavtalen mellom Finansdepartementet og Norges Bank fastsetter prinsippene for den godtgjøring Norges Bank skal motta for å forvalte Petroleumsfondets porteføljer. For 2002 skal godtgjøringen være lik de faktiske forvaltningskostnadene, innenfor en øvre grense på 10 basispunkter av

gjennomsnittlig forvaltningskapital. Honorarer til eksterne forvaltere som følger av oppnådd meravkastning skal likevel dekkes utover denne øvre grensen. Avtaler om avkastningsavhengige honorarer er inngått med de fleste eksterne aktive forvaltere etter prinsipper som er godkjent av Finansdepartementet.

8. Regnskapsrapportering

Tabell 11 viser fordelingen på ulike instrumenter slik den fremtrer i Norges Banks regnskap ved utløpet av de fem siste kvartalene. Tabell 12 viser bokført avkastning, som i andre kvartal var negativ med 73 399 millioner kroner før forvaltningsgodtgjøringen til Norges Bank trekkes fra. Det framgår av tabellen at det meste skyldes økningen i verdien av den norske kronen i forhold til de valutaer Petroleumsfondet er plassert i.

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

Tabell 11: Petroleumsfondets internasjonale portefølje pr 30. juni 2002 fordelt på instrumenter (1000 kroner)

	30.06.01	30.09.01	31.12.01	31.03.02	30.06.02
Kortsiktige fordringer inkl. innskudd i utenlandske banker	34 887 205	42 406 244	20 002 123	16 024 677	2 699 820
Pengemarkedsplasseringer i utenlandske finansinstitusjoner mot sikkerhet i verdipapirer	106 908 470	105 857 427	121 848 011	117 783 989	111 666 155
Innlån fra utenlandske finansinstitusjoner mot sikkerhet i verdipapirer	-103 543 138	-117 779 691	-119 092 695	-130 281 198	-125 929 639
Utenlandske rentebærende verdipapirer	297 907 551	322 464 755	350 008 902	365 329 261	388 938 848
Utenlandske aksjer	186 712 315	194 013 322	240 884 381	256 209 363	227 800 284
Reguleringer av terminkontrakter	-37 496	14 053	39 018	4 703	157 506
Total portefølje før forvaltningsgodtgjøring	522 834 907	546 976 110	613 689 740	625 070 795	605 332 974
Påløpt forvaltningsgodtgjøring	-159 459	-253 831	-372 255	-130 000	-260 000
Total portefølje regnskapsført verdi	522 675 448	546 722 279	613 317 485	624 940 795	605 072 974

Utenom balansen var det pr 28. juni kjøpt børsnoterte futurekontrakter med en samlet markedsverdi på 41 226,8 millioner kroner og solgt børsnoterte futurekontrakter med en samlet markedsverdi på 45 350,3 millioner kroner. Det var kjøpt rentebytteavtaler med en samlet markedsverdi på 105 162,1 millioner kroner og solgt rentebytteavtaler

med en samlet markedsverdi på 105 670,2 millioner kroner. Det var videre kjøpt og solgt ulike valutaer på termin med en samlet kontraktsverdi på 15 449,0 millioner kroner.

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

Tabell 12: Bokført avkastning av Petroleumsfondets internasjonale portefølje pr 30. juni 2002 (1000 kroner)

	30.06.01	30.09.01	31.12.01	31.03.02	30.06.02
Rentelementer	6 754 056	10 732 345	14 911 191	4 927 613	9 919 129
Dividende	1 579 770	2 246 593	2 738 851	1 071 776	2 635 581
Valutakursregulering	-2 554 261	-8 483 760	-16 242 683	-16 538 659	-72 943 773
Urealisert verdipapirtap/gevinst	-13 870 491	-41 743 938	-19 308 721	3 245 737	-15 562 677
Realisert verdipapirgevinst	-284 868	-2 757 605	-4 190 744	-5 350 807	-8 888 435
Kurtasje	-26 080	-40 087	-48 960	-2 487	-1 030
Terminhandel valuta	-6 077	-3 362	1 477	-214	72
Gevinst/tap futures	-402 570	-2 619 463	-1 816 099	105 566	-969 702
Bokført avkastning på plasseringer	-8 810 521	-42 669 277	-23 955 688	-12 541 475	-85 810 835
Påløpt forvaltningsgodtgjøring	-159 459	-253 831	-372 255	-130 000	-260 000
Netto avkastning markedsverdi	-8 969 980	-42 923 108	-24 327 943	-12 671 475	-86 070 835

VEDLEGG:

METODEGRUNNLAG FOR AVKASTNINGSBEREGNINGENE¹

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

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

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

Modifisert Dietz metode kan beskrives ved følgende formel:

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Referanseporteføljen

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

Aksjereferansen

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

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

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

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

Prinsippene for sammensetningen av FTSE-indeksen er beskrevet i "Ground Rules for the Management of the FTSE All-World Index, Version 1.12 June 2002".

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

Rentereferansen

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