

Forvaltning av Statens petroleumsfond

Rapport for andre kvartal 2004

Sammendrag

I andre kvartal 2004 var periodeavkastningen av Statens petroleumsfond $-0,15$ prosent målt i den valutakurven som svarer til sammensetningen av Petroleumsfondets referanseportefølje. Samlet for første halvår 2004 var avkastningen $2,77$ prosent.

Avkastningen på den ordinære aksjeporteføljen (utenom Miljøfondet) var i andre kvartal $1,87$ prosent målt i referanseporteføljens valutakurv. Aksjekursene i alle de tre hovedmarkedene steg gjennom kvartalet. Renteporteføljen hadde en avkastning på $-1,59$ prosent målt i valutakurven. Obligasjonsrentene i alle hovedmarkedene steg i annet kvartal.

I andre kvartal 2004 var avkastningen på Petroleumsfondets ordinære portefølje $0,08$ prosentpoeng høyere enn avkastningen på den referanseporteføljen som Finansdepartementet har definert. Samlet for første halvår 2004 var meravkastningen på $0,32$ prosentpoeng.

Miljøfondet hadde i andre kvartal 2004 en avkastning på $1,45$ prosent målt i referanseporteføljens valutakurv. Samlet for første halvår 2004 var avkastningen på $5,65$ prosent.

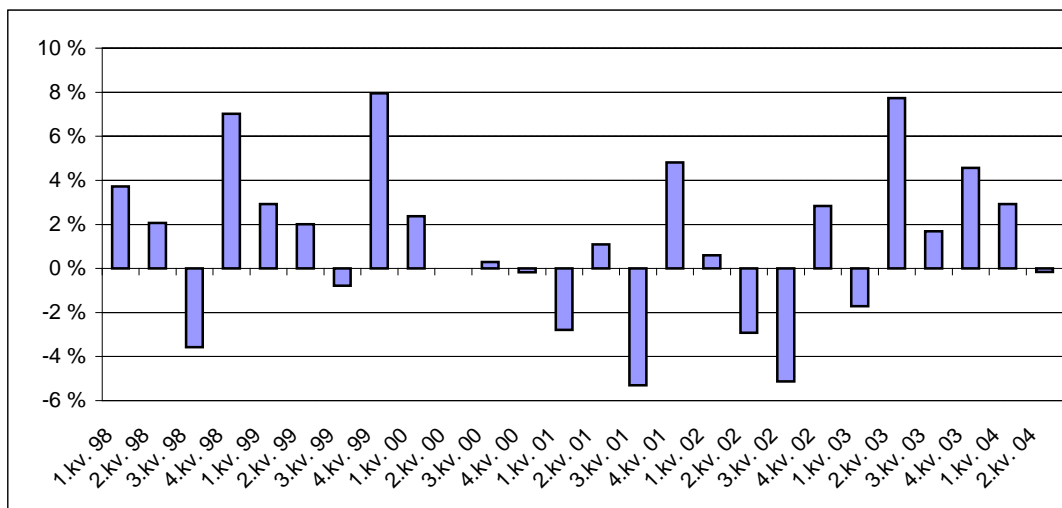
Petroleumsfondets internasjonale aksje- og obligasjonsporteføljer ble tilført nye midler for $29,6$ milliarder kroner i løpet av kvartalet. Petroleumsfondets markedsverdi var $942,4$ milliarder kroner ved utgangen av andre kvartal, som er en økning på $27,0$ milliarder i løpet av kvartalet og en økning på $97,1$ milliarder siden årsskiftet.

Økningen i markedsverdi i andre kvartal skyldes tilførsel av nye midler. Den negative avkastningen i markedene, og en sterkere kronekurs i forhold til de valutaer fondet er investert i, bidro til en reduksjon i fondets verdi med henholdsvis $1,0$ og $0,8$ milliarder kroner. Endring i kronekursen har imidlertid ingen betydning for fondets internasjonale kjøpekraft.

1. Hovedtall

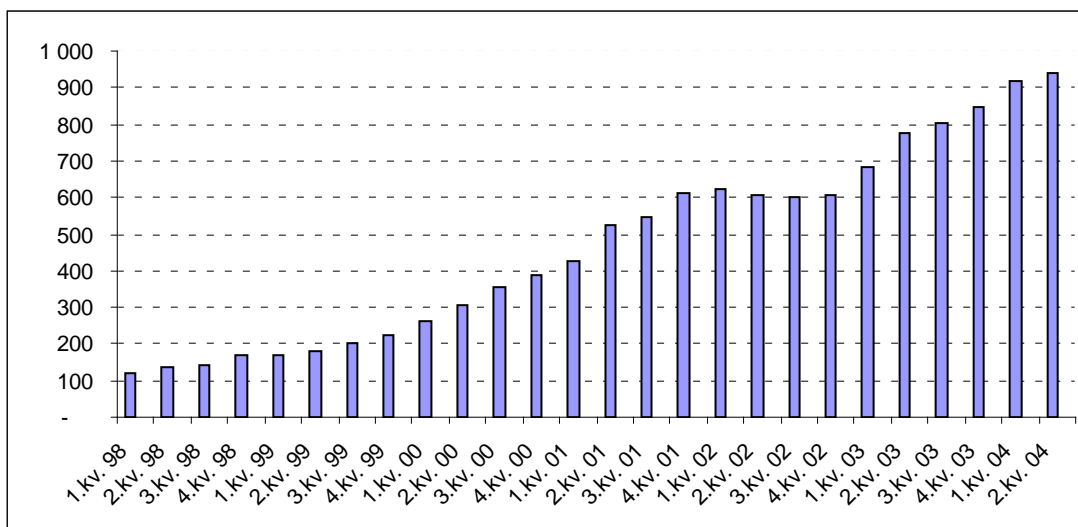
Avkastningen i andre kvartal 2004 var negativ med $-0,15$ prosent, målt i den valutakurven som svarer til sammensetningen av fondets referanseportefølje. Figur 1 viser at dette var det niende kvartalet med negativ avkastning siden fondet for første gang investerte i aksjer i 1998. Fondet har i samme periode hatt 16 kvartaler med positiv avkastning.

Figur 1: Kvartalsvis avkastning av Petroleumsfondet målt i fondets valutakurv



Figur 2 viser at Petroleumsfondet siden 1. januar 1998 har vokst fra 113 til 942 milliarder, regnet i norske kroner. Tidsprofilen i verdiutviklingen er påvirket av svingninger i kronekursen. 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 3,57 prosent. Tabell 1 viser avkastningen fram til utgangen av andre kvartal 2004, regnet som årsrate fra 1. januar i hvert av årene 1997-2003. Prisveksten er et vektet gjennomsnitt av prisveksten i de land som er med i den referanseporteføljen som Finansdepartementet har fastsatt.

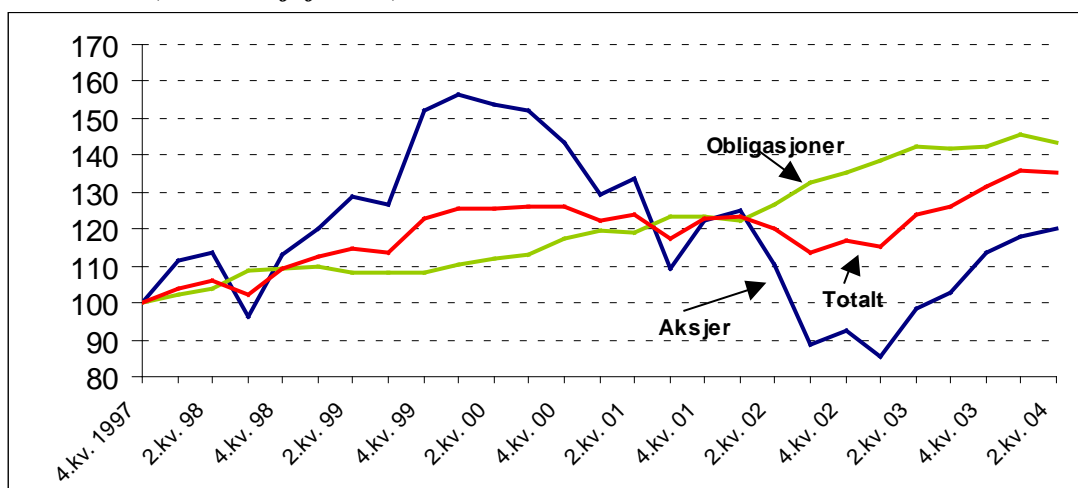
Høyre kolonne i tabellen viser at brutto meravkastning i gjennomsnitt har vært på 0,41 prosentpoeng pr. år regnet fra 1. januar 1997. Dette er det annualiserte aritmetiske avviket mellom avkastningen på den faktiske portefølje og den annualiserte avkastningen på referanseporteføljen.

Tabell 1: Årlige avkastningsrater for Petroleumsfondet (inkludert Miljøfondet) fram til utgangen av andre 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	5,33	1,63	0,08	3,57	0,41
Fra 01.01.98	4,77	1,61	0,08	3,03	0,44
Fra 01.01.99	3,98	1,73	0,08	2,13	0,48
Fra 01.01.00	2,18	1,83	0,08	0,26	0,33
Fra 01.01.01	2,09	1,78	0,08	0,23	0,36
Fra 01.01.02	3,97	2,03	0,09	1,82	0,45
Fra 01.01.03	10,22	2,11	0,10	7,84	0,57

Figur 3 viser akkumulert avkastning fra 1. januar 1998 for rente- og aksjeporteføljene hver for seg. I løpet av denne perioden har aksjeinvesteringene nominelt gitt en akkumulert positiv avkastning på 20,25 prosent, mens renteinvesteringene har gitt en avkastning på 43,46 prosent.

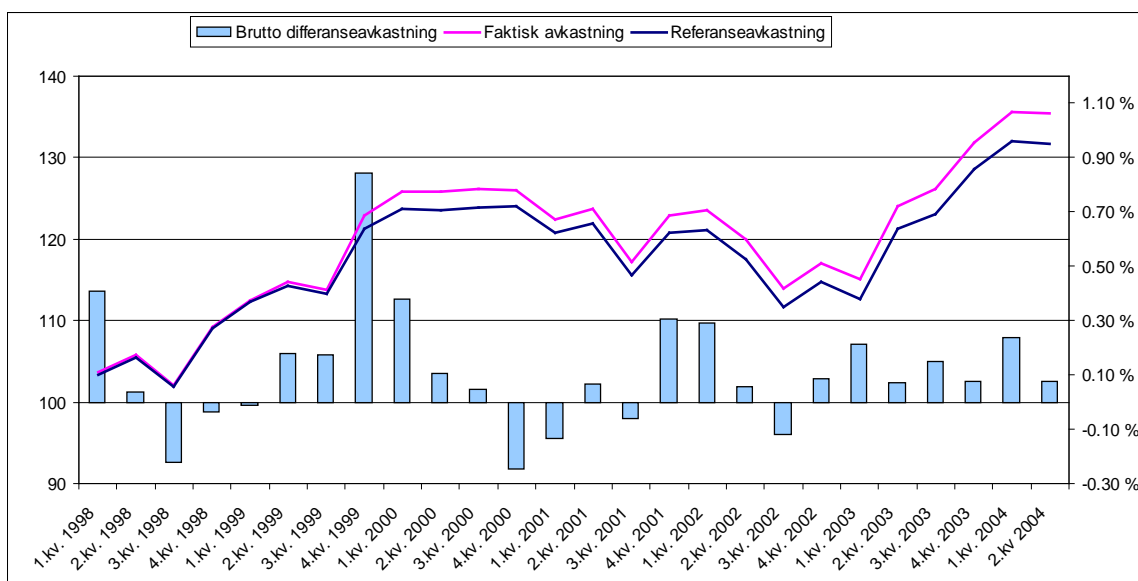
Figur 3: Indeks for akkumulert avkastning av delporteføljene i Petroleumsfondet 1998-2004. (inkl. Miljøfondet)



Figur 4 viser akkumulert avkastning for Petroleumsfondet siden 1. januar 1998. Fram til utgangen av andre kvartal 2004 har avkastningen vært 35,5 prosent. I det samme

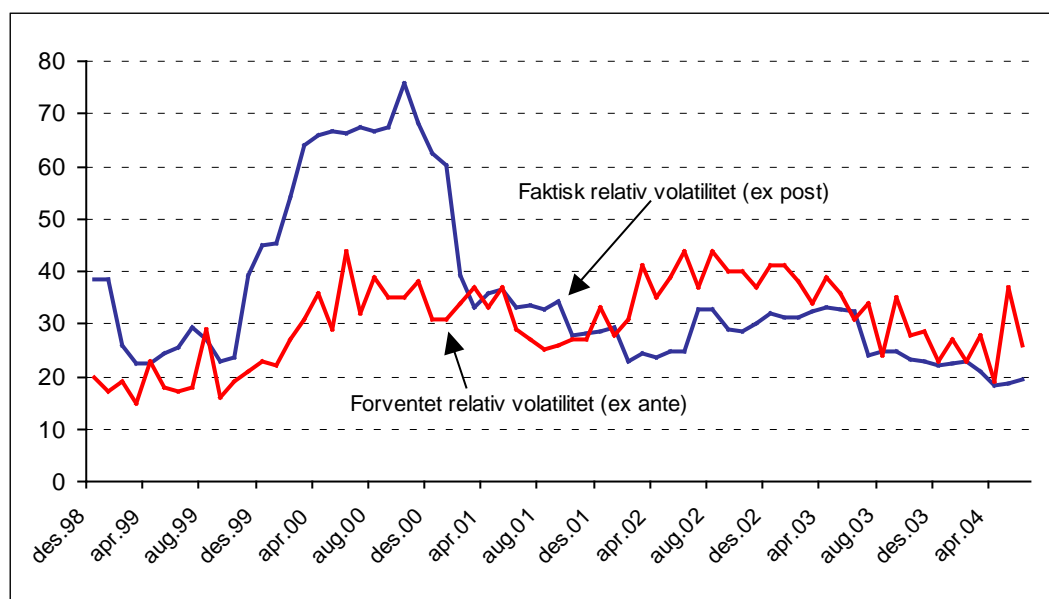
tidsrommet har avkastningen på referanseporteføljen vært 31,7 prosent. Forskjellen mellom den faktiske avkastningen og avkastningen på referanseporteføljen er den meravkastningen som Norges Bank har oppnådd. Siden 1998 har den akkumulerte brutto meravkastningen målt i valutakurven vært på til sammen 3,7 prosentpoeng, som i beløp svarer til 12,1 milliarder kroner.

Figur 4: Indeks for akkumulert faktisk avkastning og referanseavkastning målt i valutakurven (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



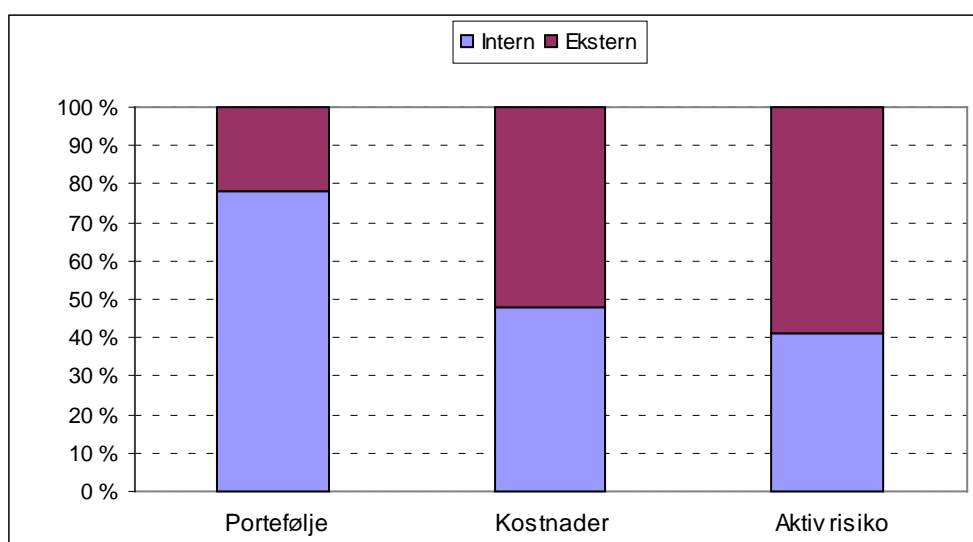
I ettertid kan vi bruke variasjonen i avviket mellom avkastningen av den faktiske porteføljen og av referanseporteføljen (dvs. variasjonen i meravkastningen) som et mål for hva markedsrisikoen faktisk har vært. I figur 5 er denne volatiliteten beregnet som årsrate fra 12 måneders rullerende vinduer.

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 aktivaklasser og verdipapirer. Relativ volatilitet har hele tiden ligget godt under den grensen som Finansdepartementet har satt for den relative markedsrisikoen i Petroleumsfondets portefølje.

Informasjonsraten er et vanlig mål for hvor dyktige operative forvaltere er. Informasjonsraten er forholdstallet mellom brutto meravkastning pr år og relativ markedsrisiko (her målt som faktisk standardavvik for differanseavkastningen). Som gjennomsnitt fra første kvartal 1998 til og med andre kvartal 2004 har informasjonsraten for fondet vært på 1,13 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 andre kvartal ble 22 prosent av Petroleumsfondet forvaltet av eksterne forvaltere. Samtidig utgjorde kostnadene ved ekstern forvaltning 52 prosent av de samlede forvaltningskostnadene. Markedsrisikoen i den eksterne forvaltningen utgjorde anslagsvis 59 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. Det vises til nærmere omtale i rapporten for første kvartal 2004.

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 30. juni 2004 for Petroleumsfondets ordinære portefølje (eksklusive Miljøfondet). Tall i prosent

Land for aksjereferansen Valuta for rentereferansen	Aksjer		Rentinstrumenter	
	Strategisk referanseportefølje	Faktisk referanseportefølje	Strategisk referanseportefølje	Faktisk referanseportefølje
Vekt aktivaklasser	40,0	41,4	60,0	58,6
Belgia		0,7		
Finland		0,8		
Frankrike		7,0		
Hellas		0,3		
Irland		0,4		
Italia		2,9		
Nederland		3,4		
Portugal		0,3		
Spania		2,6		
Tyskland		5,1		
Østerrike		0,2		
<i>Euro-området (EUR)</i>		23,9		46,4
Storbritannia (GBP)		17,3		6,7
Danmark (DKK)		0,5		0,7
Sveits (CHF)		5,0		0,5
Sverige (SEK)		1,7		0,8
Sum Europa	50,0	48,4	55,0	55,1
USA (USD)		36,1		33,6
Brasil		0,3		
Canada (CAD)		1,6		1,4
Mexico		0,3		
Sør-Afrika		0,4		
Sum Amerika / Midt-Østen / Afrika			35,0	35,0
Australia (AUD)		1,8		0,4
Hong Kong		0,9		
Japan (JPY)		8,1		9,1
New Zealand (NZD)		0,1		0,2
Singapore (SGD)		0,3		0,3
Sør-Korea		0,8		
Taiwan		1,0		
Sum Asia / Oseania			10,0	10,0
Sum Amerika / Midt-Østen / Afrika / Asia / Oseania	50,0	51,6		

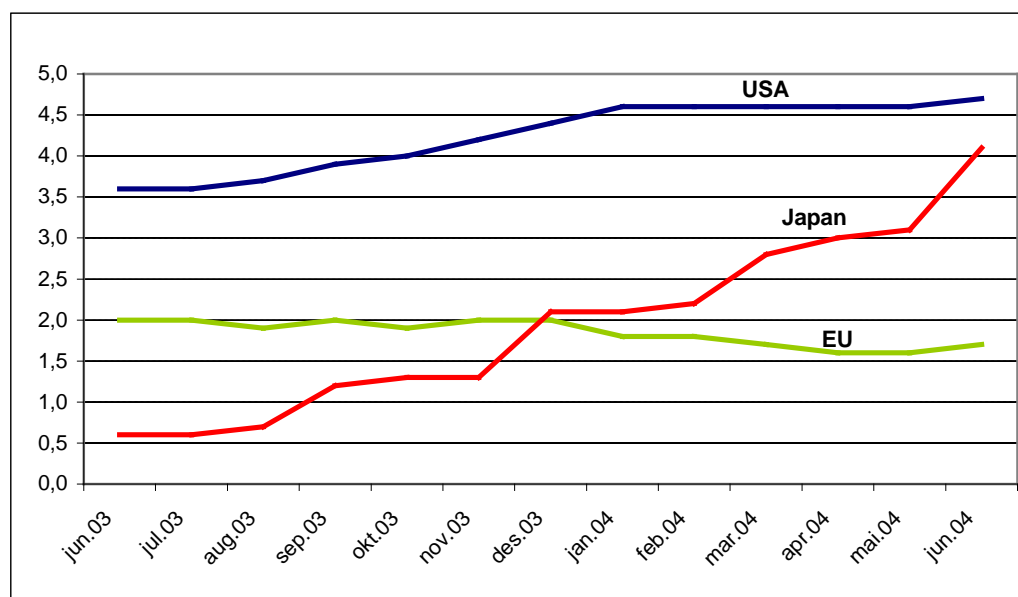
3. Markedsutviklingen

3.1. Hovedtrekk

Selv om det var en viss avtakende økonomisk veksttakt i andre kvartal, var utviklingen internasjonalt fortsatt preget av relativ høy økonomisk vekst. Det var særlig USA og Asia som hadde høy vekst, men også Øst-Europa og Latin-Amerika hadde god økonomisk utvikling. I Europa for øvrig var veksttaket noe lavere, særlig gjaldt dette store økonomier som Tyskland og Italia. Storbritannia og Frankrike hadde imidlertid en sterkere økonomisk utvikling. Det har fortsatt vært ledig produksjonskapasitet internasjonalt, selv om arbeidsledigheten var noe redusert i USA og Japan. Selv om oljeprisen og prisene på andre råvarer har økt den senere tiden, har det ikke i vesentlig grad ført til en økning i kjerneinflasjonen.

Figur 7 viser hvordan økonomenes forventninger til vekst i hovedmarkedene for 2004 har endret seg de siste tolv månedene. Forventningene til vekst i Japan er gradvis oppjustert fra halvårsskiftet 2003, og er nå på omlag 4 prosent. Vekstforventningene i USA har ligget stabilt på omlag 4,75 prosent i første halvår, mens det har vært en svakt fallende utvikling innenfor EU. Både USA og Japan forventes å ha en BNP vekst på over det dobbelte av Europa i år. Veksten i USA og i Asia er dels drevet av høyt investeringsnivå og sterk etterspørsel etter varige forbruksvarer.

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

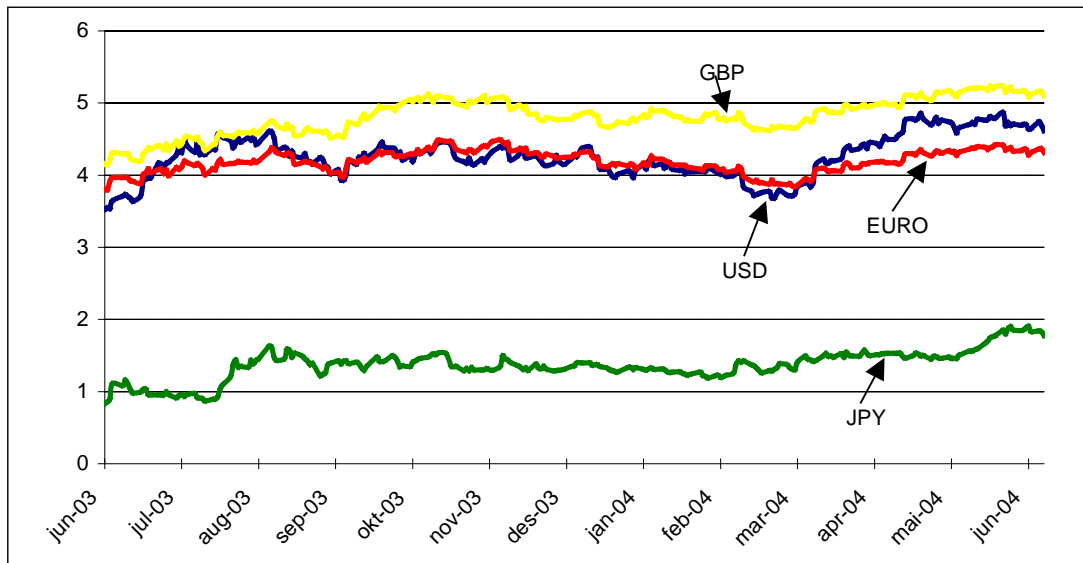


Kilde: Consensus Economics Inc

3.2. Rentemarkedene

Obligasjonsrentene i hovedmarkedene har steget i løpet av andre kvartal. Figur 8 viser at renten på statsobligasjoner med ti års løpetid i USA har steget med omlag 0,8 prosentpoeng, mens oppgangen i Europa og i Japan har vært på i underkant av 0,4 prosentpoeng.

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



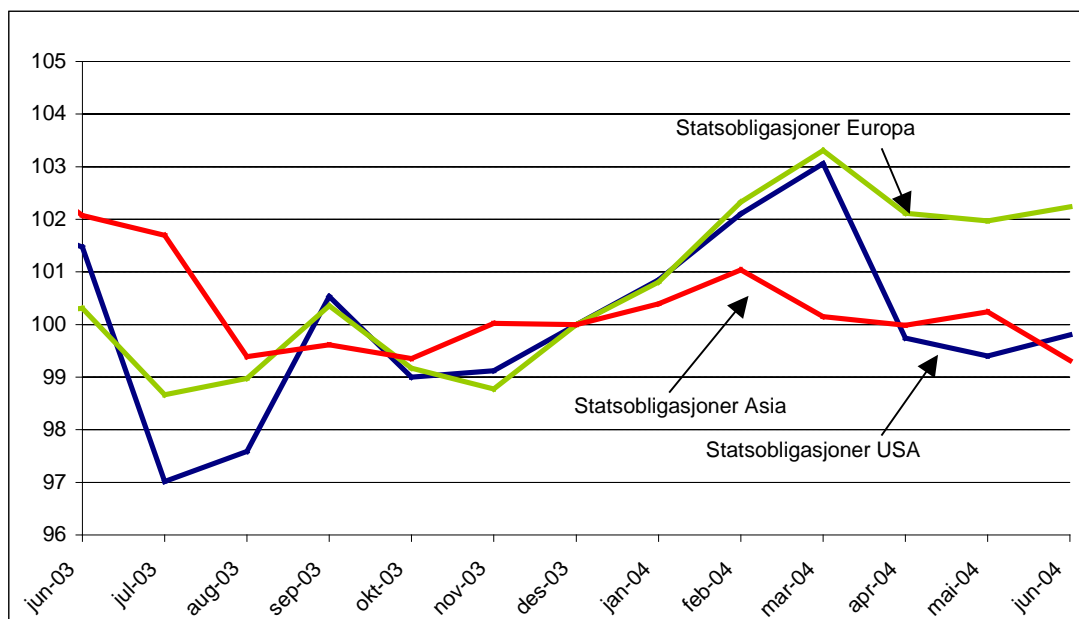
Renteoppgangen har sammenheng med fortsatt sterk vekst i verdensøkonomien. Høy økonomisk vekst i bl. a. Kina har bidratt til høyere råvarepriser og økte fraktrater i shipping. Mange investorer har vært usikre på hvor sterk overveltningen fra råvareprisene vil bli på ferdigvareprisene, noe som i en viss grad kan ha økt inflasjonsforventningene.

Japan opplever sterk økonomisk vekst for tiden, godt hjulpet av sterk etterspørsel etter kapitalvarer og forbrukerelektronikk. Den sterke etterspørselen, spesielt fra Asia forøvrig har ført til at japanske bedrifter har begynt å ansette folk samtidig som de øker investeringene. Til tross for en bedring i det japanske arbeidsmarkedet er det få tegn til at lønnsveksten har tatt seg opp. Forventet inflasjon i Japan er fremdeles under null. Realrentene målt som renten på lange obligasjoner minus forventet inflasjon, er derfor ikke vesentlig forskjellig mellom hovedområdene Japan, USA og Europa.

Sentralbankene i både USA og Storbritannia økte signalrentene i løpet av andre kvartal.

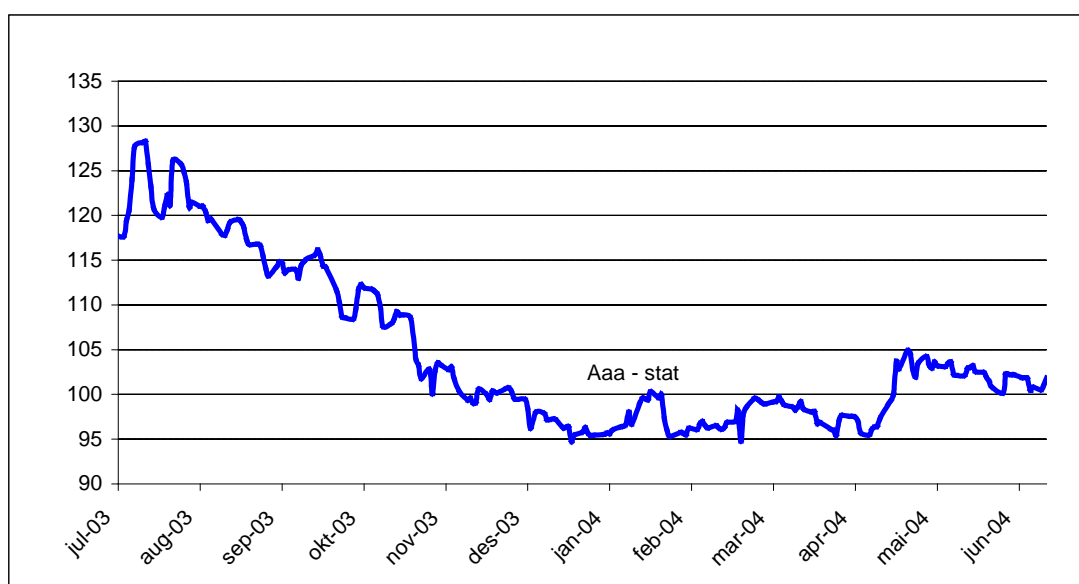
Figur 9 viser verdiutviklingen i Lehman Global Aggregates statsobligasjonsindekser. I USA har avkastningen i andre kvartal 2004 vært på $-3,2$ prosent, i Europa på $-1,0$ prosent, og i Asia på $-0,8$ prosent.

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



Figur 10 viser at renteforskjellen mellom kredittpapirer og statspapirer i USA økte noe ved inngangen til av andre kvartal, for så å reduseres noe i mai og juni. Den lave renteforskjellen har sammenheng med at solid inntjeningen i næringslivet. Bedriftene bruker dessuten mye av overskuddet til å nedbetale gjeld, noe som bedrer deres finansielle stilling.

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

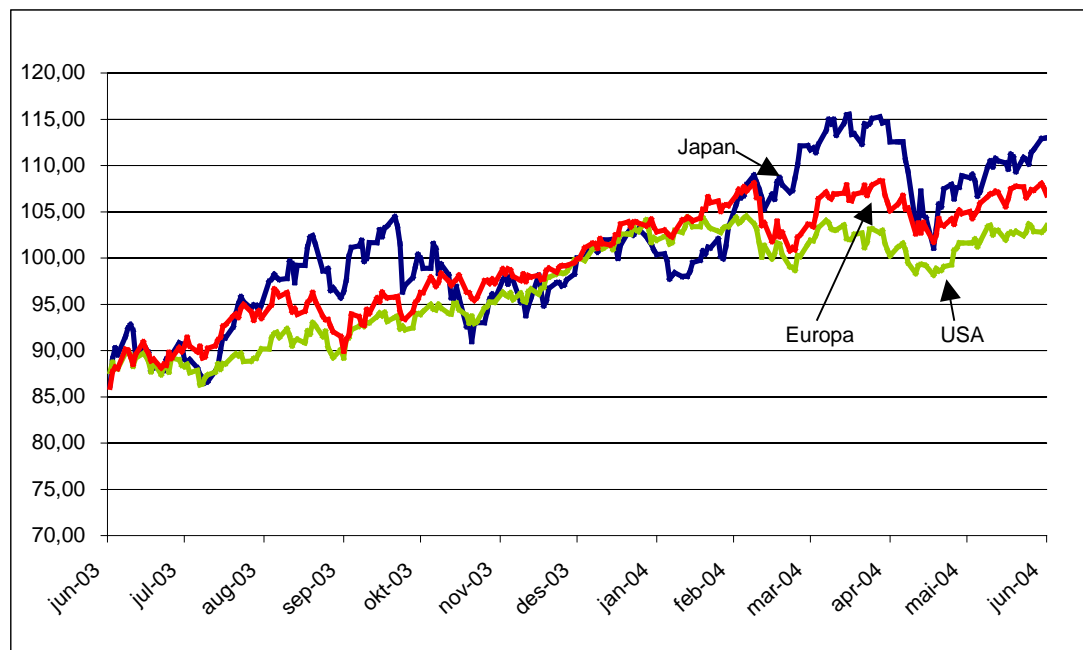


¹ Selskappapirer med kredittrating AAA fra Standard&Poors

3.3. Aksjemarkedene

Figur 11 viser at aksjekursene steg i alle de tre hovedmarkedene i andre kvartal sett under ett. Den fallende kursutviklingen i begynnelsen av kvartalet snudde til oppgang fra midten av mai. Målt ved FTSE indeksen var oppgangen i de europeiske aksjemarkedene på 3,3 prosent, i USA på 1,6 prosent, og i Japan på 1,0 prosent.

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



Etterspørselen på verdensbasis har vært sterkest for kapitalvarer. Investeringsveksten har vært spesielt sterk i Asia inklusive Japan, men også i USA. Dette har påvirket hvilke sektorer i økonomien som har gjort det bra og hvilke som har hatt en svakere utvikling i andre kvartal.

Industrivarer og råvarer har vært blant de sterke sektorene sammen med oljesektoren. Finans- og halvlederindustrien har imidlertid utviklet seg svakere. Den negative utviklingen innenfor finanssektoren har sammenheng med bekymring for svakere inntjening i bankene som følge av et høyere rentenivå.

De siste måneders svakere utvikling innenfor teknologisektoren kan delvis forklares ved at investorene forventer en noe svakere utvikling i verdensøkonomien generelt, men like mye med spesifikke faktorer innenfor teknologisektoren. Investeringene i nytt produksjonsutstyr har vært sterk etter at etterspørselen etter elektronikkprodukter tok seg opp i år. Markedet frykter at produsentene av halvledere og mobiltelefoner nå bygger opp overkapasitet, noe som kan ramme marginer og priser i de neste årene. Mange peker på at halvledere er et prioritert område innenfor industriutbyggingen i Kina.

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

	USD	NOK	Valutakurv
Råvarer	3,94	4,93	5,05
- av dette olje og gass	6,59	7,61	7,73
Prosessindustri	1,06	2,03	2,14
Generell industri	3,39	4,38	4,49
Konjunkturfølsomme varer	3,88	4,88	4,99
Ikke-konjunkturfølsomme varer	2,82	3,80	3,91
- av dette farmasi og bioteknologi	2,02	3,00	3,11
Konjunkturfølsomme tjenester	-0,33	0,62	0,73
- av dette detaljhandel	-1,94	-1,00	-0,89
- av dette media og foto	-1,17	-0,22	-0,11
Ikke-konjunkturfølsomme tjenester	-1,02	-0,07	0,04
- av dette telekommunikasjon	-2,41	-1,47	-1,36
Energi og vannforsyning	0,83	1,79	1,91
Finansielle tjenester	-2,03	-1,10	-0,99
- av dette banker	-1,83	-0,89	-0,78
- av dette forsikringsselskaper	0,61	1,58	1,69
- av dette finansinstitusjoner	-5,88	-4,98	-4,87
Informasjonsteknologi	-1,41	-0,46	-0,35
- av dette IT maskinvare	-5,00	-4,10	-3,99
- av dette programvare og tjenester	5,50	6,51	6,62

Tabell 3 viser at det regnet mot fondets valutakurv var en blandet kursutvikling i hoved- og undersektorene som FTSE-indeksen består av. Av hovedsektorene hadde råvarer og konjunkturfølsomme varer sterkest kursutvikling, mens finansielle tjenester hadde svakest utvikling.

4. Gjennomføring av forvaltningen

Markedsverdien av Petroleumsfondets internasjonale portefølje var 942,4 milliarder kroner ved utgangen av kvartalet. I løpet av andre kvartal økte fondets markedsverdi med 27,0 milliarder kroner. Det ble tilført midler tilsvarende 29,6 milliarder kroner i løpet av kvartalet. Tilsvarende beløp i valuta ble samtidig overført til verdipapirporteføljen. Den negative avkastningen i markedene, og en sterkere kronekurs i forhold til de valutaer fondet er investert i bidro til en reduksjon i fondets verdi med henholdsvis 1,0 milliarder og 0,8 milliarder kroner. Endring i kronekursen har imidlertid ingen betydning for fondets internasjonale kjøpekraft. Ved utgangen av mai ble det overført 0,8 milliarder kroner fra petroleumsfondet til Norges Bank i forvaltningsgodtgjøring for 2003. Jfr. årsrapporten for forvaltningen av Statens petroleumsfond for 2003.

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

	Den ordinære aksjeporteføljen	Renteporteføljen	Miljøfondet	Petroleumsfondet totalt
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
30. juni 2004	390 214	550 499	1 644	942 357

4.1. Forvaltningen av renteporteføljen

Markedsverdien av renteporteføljen økte med 20,2 milliarder i andre kvartal til 550,5 milliarder kroner. Det ble tilført midler for til sammen 28,8 milliarder kroner i løpet av kvartalet. Den negative avkastningen i rentemarkedene bidro imidlertid til å redusere verdien på renteporteføljen med 8,2 milliarder, og en styrkelse av kronen i forhold til investeringsvalutaene bidro med en reduksjon på 0,4 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.

4.2. Forvaltningen av aksjeporteføljen

Markedsverdien av aksjeporteføljen var ved utgangen av andre kvartal 390,2 milliarder kroner, noe som var en økning på 6,8 milliarder kroner i løpet av kvartalet. Det ble ikke tilført midler til aksjeporteføljen i løpet av andre kvartal. Økningen skyldtes avkastning på 7,2 milliarder kroner. En sterkere krone i forhold til investeringsvalutaene bidro til å redusere verdien med 0,4 milliarder kroner.

Ved utgangen av andre kvartal forvaltes om lag 59 prosent av aksjeporteføljen internt i Norges Bank. 23 prosent forvaltes aktivt innen sektorene finans, telekommunikasjon, energi, media og handelsnæring, mens den øvrige interne forvaltningen er utvidet indeksforvaltning.

I andre kvartal 2004 er det overført midler til syv nye oppdrag hos eksterne aksjeforvaltere: Fidelity Pensions Management har fått tildelt et regionalt mandat for Storbritannia. Alliance Capital Management LP, Columbus Circle Investors, Wellington Management Company LCP, T Rowe Price Associates Inc., Schroder Investment Management Limited og Fidelity Pensions Management har alle fått tildelt et sektormandat hver.

5. Avkastningen av fondet

Medregnet Miljøfondet hadde Petroleumsfondet i andre kvartal en periodeavkastning på -0,15 prosent, målt i forhold til referanseporteføljens valutakurv. Målt i norske kroner var totalavkastningen i andre kvartal på -0,26 prosent. Forskjellen skyldes at kronen i løpet av kvartalet i gjennomsnitt styrket seg med om lag 0,1 prosent mot valutaslagene i referanseporteføljen, slik at fondets valutakurv ble mindre verdt i forhold til kronen. Dette har imidlertid ingen betydning for fondets internasjonale kjøpekraft.

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

	Avkastningen målt i referanseporteføljens valutakurv		Avkastningen målt i norske kroner		
	Faktisk portefølje	Referanseportefølje	Faktisk portefølje	Referanseportefølje	Differanse
Første kvartal	2,93	2,69	5,70	5,46	0,24
April	-0,86	-0,90	-2,99	-3,02	0,04
Mai	-0,30	-0,29	-1,31	-1,30	-0,01
Juni	1,01	0,96	4,17	4,12	0,05
Andre kvartal	-0,15	-0,23	-0,26	-0,34	0,08
Hittil i år	2,77	2,46	5,42	5,10	0,32

Tabell 5 viser at Petroleumsfondets ordinære portefølje (utenom Miljøfondet) også hadde en periodeavkastning på -0,15 prosent i andre kvartal. Avkastningen var negativ i april og mai, mens den var positiv i juni. Tabellen viser at den ordinære porteføljen i andre kvartal hadde en meravkastning på 0,08 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.

I beløp utgjorde meravkastningen om lag 0,7 milliarder kroner. Av dette utgjorde inntekter fra verdipapirlån 137 millioner kroner. Det største bidraget til meravkastningen kom fra intern renteforvaltning, men det var også positive bidrag fra intern aksjeforvaltning og fra ekstern 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 1,87 prosent i kvartalet, mens avkastningen for renteporteføljen var -1,59 prosent. Tabellen viser også avkastningstall for totalporteføljen målt mot ulike valutaer.

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

	Aksjer	Renter	Miljøfondet	Total
Fondets valutakurv	1,87	-1,59	1,45	-0,15
Importvektet valutakurv	1,84	-1,62	1,42	-0,18
Amerikanske dollar	0,79	-2,63	0,38	-1,21
Euro	1,81	-1,65	1,39	-0,21
Norske kroner	1,76	-1,70	1,34	-0,26

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 andre kvartal hadde en avkastning på 1,45 prosent målt i valutakurven, og 1,34 prosent målt norske kroner. Avkastningen var 0,02 prosentpoeng lavere enn porteføljens referanseavkastning. Referanseavkastningen var i andre kvartal 0,36 prosentpoeng høyere 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.

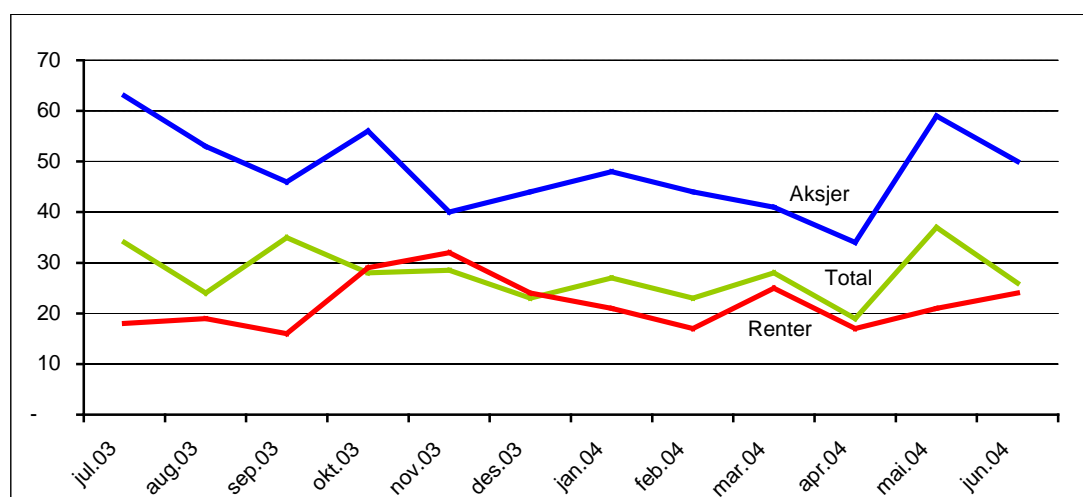
Tabell 7: Avkastningen i Miljøfondet i andre kvartal 2004 (prosent) ⁴

	Målt i fondets valutakurv		Målt i NOK		
	Faktisk portefølje	Referanseportefølje	Faktisk portefølje	Referanseportefølje	Differanse
Første kvartal	4,14	4,13	6,94	6,93	0,01
April	-0,23	-0,23	-2,37	-2,37	0,00
Mai	-0,48	-0,47	-1,48	-1,47	-0,01
Juni	2,17	2,19	5,36	5,38	-0,02
Andre kvartal	1,45	1,47	1,34	1,36	-0,02
Hittil i år	5,65	5,66	8,37	8,39	-0,02
Memo: Ordinær referanse i 2.kv. med landvekter som i Miljøfondet				1,01	0,36

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 andre 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 35 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 juni var på 10 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. 30. juni 2004 fordelt etter kredittvurdering (prosent av markedsverdi)

Moody's		Standard & Poor's	
Karakter	Prosent av total	Karakter	Prosent av total
Aaa	48,67	AAA	44,44
Aa	17,87	AA	26,18
A	22,61	A	16,04
Baa	8,37	BBB	9,64
Ba	0,19	BB	0,19
Lavere	0,00	Lavere	0,01
Ingen rating	2,29	Ingen rating	3,50

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				
			30.06.03	30.09.03	31.12.03	31.03.04	30.06.04
§ 4	Markedsrisiko	Maksimalt 1,5 prosentpoeng relativ volatilitet	0,3	0,4	0,2	0,3	0,3
§ 5	Aktivafordeling	Renteinstrumenter 50-70%	58,8	58,9	57,4	58,0	58,5
		Aksjer 30-50%	41,2	41,1	42,6	42,0	41,5
§ 6	Markedsfordeling aksjer	Europa 40-60%	49,1	47,7	49,2	47,8	47,3
		Amerika, Midt-Østen/Afrika, Asia og Oseania 40-60%	50,9	52,3	50,8	52,2	52,7
	Nye markeder	2,2	2,6	2,7	3,1	2,6	
	Valutafordeling renter	Europa 45-65%	54,9	55,6	56,4	54,9	54,8
Amerika og Midt-Østen/Afrika 25-45%		35,7	34,6	34,0	35,0	35,4	
Asia/Oseania 0-20%		9,4	9,8	9,6	10,1	9,7	
§ 7	Renterisiko	Modifisert durasjon 3-7	5,5	5,3	5,4	5,3	5,5
§ 11	Eierandel	Maks 3% av et selskap	2,5	2,7	2,6	2,7	2,7

7. Kostnader i forvaltningen

Tabell 10 gir en oversikt over kostnader ved forvaltningen av Petroleumsfondet i andre 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 halvår 2004 0,08 prosent av gjennomsnittlig markedsverdi av fondet sett bort fra avkastningsavhengige honorarer til eksterne forvaltere.

Dersom en ser bort fra honorarer til eksterne forvaltere, utgjorde kostnadene knyttet til aksjeforvaltningen 0,11 prosent av gjennomsnittlig aksjeportefølje i kvartalet. Tilsvarende tall for renteforvaltningen var 0,04 prosent for andre kvartal 2004. Avkastningsavhengige honorarer til eksterne forvaltere utgjør 82,9 millioner kroner. Beløpene bestemmes av forvalternes samlede meravkastning over de siste 12 måneder. For hele porteføljen var forvaltningskostnadene i første halvår på 448 millioner kroner. Fordeling av kostnadene på intern og ekstern forvaltning kan gjøres ved hjelp av fordelingsnøkler for felleskostnadene og depotkostnadene. Anslagsvis 52 prosent av kostnadene gjaldt ekstern forvaltning, mens om lag 22 prosent av fondets portefølje forvaltes av eksterne.

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

	Første halvår 2004		Første halvår 2003	
	1000 kroner	Prosent	1000 kroner	Prosent
Interne kostnader i aksjeforvaltningen	85 877		66 261	
Kostnader til aksjedefot og oppgjør	38 890		33 233	
Samlede kostnader i aksjeforvaltningen	124 767	0,11	99 494	0,12
Interne kostnader i renteforvaltningen	71 035		68 740	
Kostnader til rentedepot	17 564		15 892	
Samlede kostnader i renteforvaltningen	88 599	0,04	84 632	0,05
Minimumshonorarer til eksterne forvaltere	151 840		111 451	
Avkastningsavhengige honorarer til eksterne forvaltere	82 916		34 970	
Samlede kostnader i den eksterne forvaltningen	234 756	0,24	146 421	0,19
Sum alle forvaltningskostnader	448 123	0,10	330 537	0,10
Sum forvaltningskostnader, eksklusive avkastningsavhengige honorarer	365 207	0,08	295 577	0,09

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 og 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 andre kvartal var på –1 651 millioner kroner før forvaltningsgodtgjøringen til Norges Bank trekkes fra.

Regnskapstallene bygger på handleriktige beholdninger (med unntak av kontanter). Tallene angir markedsverdier basert på kvalitetssikrede priser. Plasseringene i utenlandsk valuta er omregnet til norske kroner etter markedskurser pr 30. juni notert av WM Reuters i London. Regnskapsført verdi av Petroleumsfondets portefølje avviker fra markedsverdien i tabell 4 ovenfor fordi forvaltningsgodtgjøringen ikke er trukket fra der, og fordi det brukes avvikende vurderingsprinsipper på noen punkter, jf boksen om metodegrunnlag for avkastningsberegningene i avsnitt 5. Tilsvarende er det små avvik i de regnskapsmessige avkastningstallene.

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

Tabell 11: Petroleumsfondets internasjonale portefølje pr 30. juni 2004 fordelt på instrumenter (1000 kroner)

	30.06.2003	31.09.2003	31.12.2003	31.03.2004	30.06.2004
Kortsiktige fordringer inkl. innskudd i utenlandske banker	4 032 013	8 373 828	20 159 575	13 450 907	-3 178 275
Pengemarkedsplasseringer i utenlandske finansinstitusjoner mot sikkerhet i verdipapirer	231 690 203	247 242 425	287 041 828	279 864 129	461 264 065
Innlån fra utenlandske finansinstitusjoner mot sikkerhet i verdipapirer	-302 943 078	-261 330 966	-298 603 119	-311 010 300	-410 186 755
Utenlandske rentebærende verdipapirer	533 085 800	484 665 659	482 341 421	554 996 405	510 284 611
Utenlandske aksjer	312 247 142	325 244 242	354 346 887	378 561 266	385 239 797
Reguleringer av terminkontrakter og derivater	-2 541 871	-821 946	72 774	-555 003	-959 721
Total portefølje før forvaltningsgodtgjørelse	775 570 209	803 373 243	845 359 367	915 307 404	942 463 721
Skyldig forvaltningsgodtgjøring	-342 232	-528 286	-772 595	-962 868	-448 123
Total portefølje	775 227 977	802 844 957	844 586 771	914 344 536	942 015 598

*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)	30.06.2003	31.09.2003	31.12.2003	31.03.2004	30.06.2004
Valutaterminer solgt	-17 900 785	-19 508 884	-25 395 459	-26 235 470	-33 074 909
Futures solgt	-12 993 264	-43 398 154	-35 942 356	-135 240 732	-125 873 033
Aksjebytteavtaler solgt	0	0	-13 340	-543 176	-2 646 383
Rentebytteavtaler solgt	-131 535 564	-129 336 721	-175 568 502	-194 724 825	-363 569 782
Forpliktelse solgt	-162 429 614	-192 243 758	-236 919 657	-356 744 203	-525 164 107
Valutaterminer kjøpt	17 900 785	19 508 884	25 395 459	26 235 470	33 074 909
Futures kjøpt	30 086 662	50 900 741	47 628 021	117 672 014	113 943 091
Aksebytteavtaler kjøpt	0	0	13 526	535 574	2 078 643
Rentebytteavtaler kjøpt	128 976 219	128 409 960	175 545 354	194 169 293	362 614 141
Forpliktelse kjøpt	176 963 666	198 819 585	248 582 360	338 612 351	511 710 784
Opsjoner på futures solgt	0	-8 485	-4 323 667	-16 564 927	-35 643 955
Opsjoner på aksjer solgt	0	0	0	0	0
Rettigheter solgt	0	-8 485	-4 323 667	-16 564 927	-35 643 955
Opsjoner på futures kjøpt	54 602	8 894	4 331 315	24 464 671	36 878 601
Opsjoner på aksjer kjøpt	0	0	0	0	0
Rettigheter kjøpt	54 602	8 894	4 331 315	24 464 671	36 878 601

Tabell 12: Bokført avkastning av Petroleumsfondets internasjonale portefølje pr 30. juni 2004 (1000 kroner)

Bokført avkastning	30.06.2003	31.09.2003	31.12.2003	31.03.2004	30.06.2004
Renteelementer	9 552 586	14 891 853	19 560 414	6 094 222	13 382 773
Dividende	4 308 049	5 917 817	6 996 199	2 011 768	5 152 824
Valutakursregulering	63 075 338	55 310 312	45 985 725	21 582 056	21 357 284
Urealisert verdipapirtap/gevinst	27 211 534	30 903 736	55 786 976	11 235 128	-3 567 631
Realisert verdipapirtap/gevinst	-3 806 719	-2 963 386	633 103	7 442 408	10 549 393
Kurtasje	-11 413	-18 009	-16 458	5 810	7 093
Terminhandel valuta	-766	-1 004	-976	1 332	29 666
Gevinst/tap futures	992 812	1 460 431	2 039 765	29 670	-37 857
Gevinst opsjoner	39 566	136 155	135 947	-6 609	11 674
Gevinst/tap aksjebytteavtaler	0	0	257	-16 808	37 004
Gevinst/tap rentebytteavtaler	-1 255 634	370 281	1 292 862	-511 121	-705 034
Bokført avkastning på plasseringer	100 105 353	106 008 187	132 413 815	47 867 858	46 217 190
Påløpt forvaltningsgodtgjøring	-342 232	-528 286	-772 595	-190 273	-448 123
Netto avkastning	99 763 121	105 479 901	131 641 219	47 677 585	45 769 067