

NBIM forvaltningsrapport 1. kvartal 2006

Statens pensjonsfond – Utland
Norges Banks valutareserver

- Investeringsporteføljen
- Petrobufferporteføljen

Statens petroleumsforsikringsfond

Norges Bank

er landets sentralbank. Hovedoppgavene er å utøve pengepolitikk, sikre finansiell stabilitet og å forestå kapitalforvaltning. Kapitalforvaltningen skjer i Norges Bank Investment Management (NBIM). NBIM forvalter Statens pensjonsfond – Utland (tidligere Statens petroleumsfond) på oppdrag av Finansdepartementet, Statens petroleumsforsikringsfond på oppdrag fra Olje- og energidepartementet, og investeringsporteføljen og petrobufferporteføljen som utgjør hoveddelen av Norges Banks valutareserver.

Oslo, 23. mai 2006

Norges Bank Investment Management

05/200

ISSN 0809-9650

Innholdsfortegnelse

1. Innledning og hovedtall
2. Markedsutviklingen
3. Statens pensjonsfond – Utland
4. Norges Banks valutareserver
 - Investeringsporteføljen
 - Petrobufferporteføljen
5. Statens petroleumsforsikringsfond

Vedlegg:

- Regnskapsrapporter
- Mandat og referanseportefølje
- Metodegrunnlag for beregning av transaksjonskostnader
- Definisjon av markedsrisiko
- Om Norges Bank Investment Management (NBIM)

1. Innledning og hovedtall

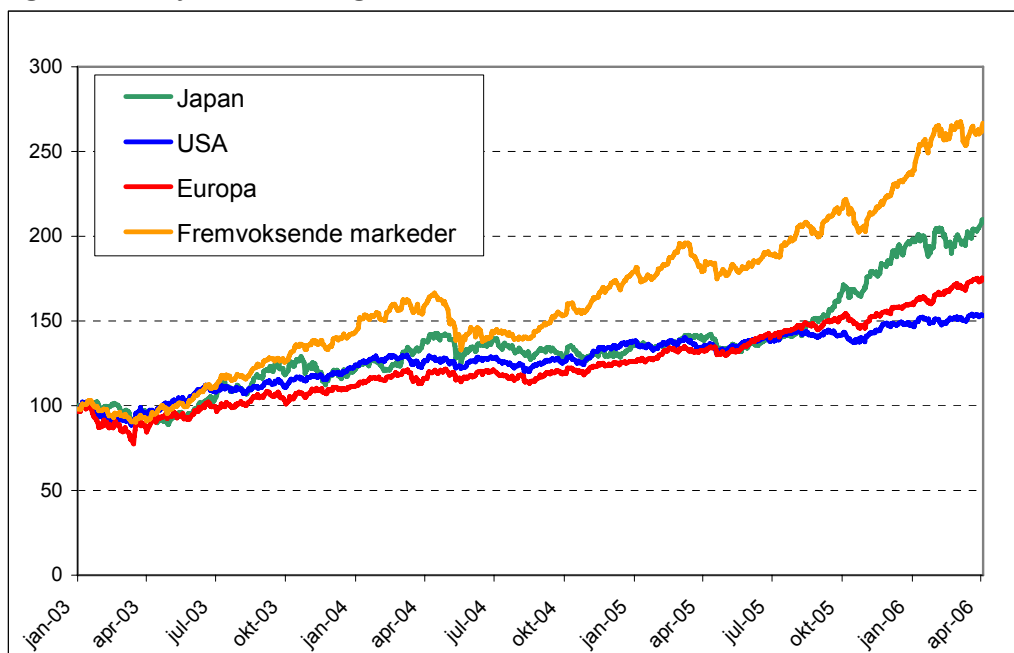
1.1 Kursoppgang i aksjemarkedene

De internasjonale aksjemarkedene viste en fortsatt sterk oppgang i første kvartal 2006. Det gjaldt særlig de fremvoksende og de europeiske aksjemarkedene. Kursutviklingen var sterkest for selskaper innenfor næringene prosessindustri, øvrig industriproduksjon, og selskaper involvert i utvinning av metaller, olje og gass. Obligasjonskursene i hovedmarkedene hadde en fallende utvikling i løpet av kvartalet.

Kursoppgangen i aksjemarkedene bidro til en forholdsvis høy avkastning i de to største porteføljene NBIM forvalter. Den høyeste avkastningen ble oppnådd i Statens pensjonsfond – Utland med 2,24 prosent målt i internasjonal valuta. Avkastningen av investeringsporteføljen i Norges Banks valutareserver var i første kvartal 1,62 prosent, og avkastningen av Statens petroleumsforsikringsfond var -0,71 prosent.

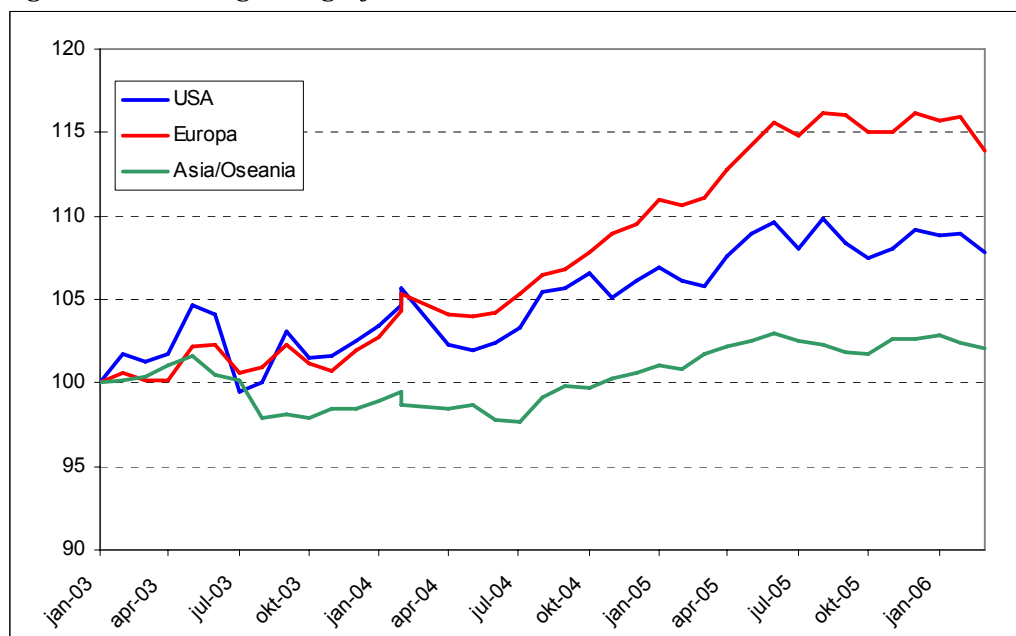
Aksjemarkedene har hatt en sterk utvikling de siste tre årene. Fra inngangen til 2003 har en børskursindeks bestående av 24 fremvoksende markeder økt med knapt 175 prosent. I Japan, Europa og i USA har økningen vært på henholdsvis 112, 75, og 55 prosent (jf figur 1-1).

Figur 1-1: Aksjekursutviklingen siden 1.1.2003



Figur 1-2 viser avkastningen i obligasjonsmarkedene målt ved utviklingen i Lehman Global Aggregates statspapirindekser siden 1.1.2003. Indeksene for Europa, Amerika og Asia/Oseania har steget med henholdsvis 13,9 prosent, 7,8 prosent, og med 2,1 prosent i perioden.

Figur 1-2: Utvikling i obligasjonsmarkedene siden 1.1.2003



Avkastning 2,24 prosent på Statens pensjonsfond – Utland

I første kvartal 2006 var periodeavkastningen av Statens pensjonsfond – Utland 2,24 prosent målt i valutakurven som tilsvarende sammensetningen av fondets referanseportefølje. Avkastningen på aksje- og renteporteføljen var henholdsvis 7,17 og –1,13 prosent. Avkastningen på Pensjonsfondets portefølje var 0,20 prosentpoeng høyere enn avkastningen på referanseporteføljen som Finansdepartementet har fastsatt. Markedsverdien ved utgangen av kvartalet var 1 483,9 milliarder kroner.

Avkastning 1,62 prosent på investeringsporteføljen

I første kvartal 2006 var periodeavkastningen av investeringsporteføljen i Norges Banks valutaeserver 1,62 prosent målt i valutakurven som tilsvarende sammensetningen av porteføljens referanseportefølje. Avkastningen på aksje- og renteporteføljen var henholdsvis 6,81 og –1,13 prosent. Avkastningen på investeringsporteføljen var 0,08 prosentpoeng høyere enn avkastningen på referanseporteføljen som Norges Banks hovedstyre har fastsatt. Markedsverdien ved utgangen av kvartalet var 212,7 milliarder kroner.

Avkastning -0,71 prosent på Statens petroleumsforsikringsfond

I første kvartal 2006 var periodeavkastningen av Statens petroleumsforsikringsfond -0,71 prosent målt i valutakurven som tilsvarende sammensetningen av fondets referanseportefølje. Avkastningen på petroleumsforsikringsfondets portefølje var lik avkastningen på referanseporteføljen som Olje- og energidepartementet har fastsatt. Markedsverdien ved utgangen av kvartalet var 13,8 milliarder kroner.

1.2 Samlet kapital under forvaltning på 1 715 milliarder kroner

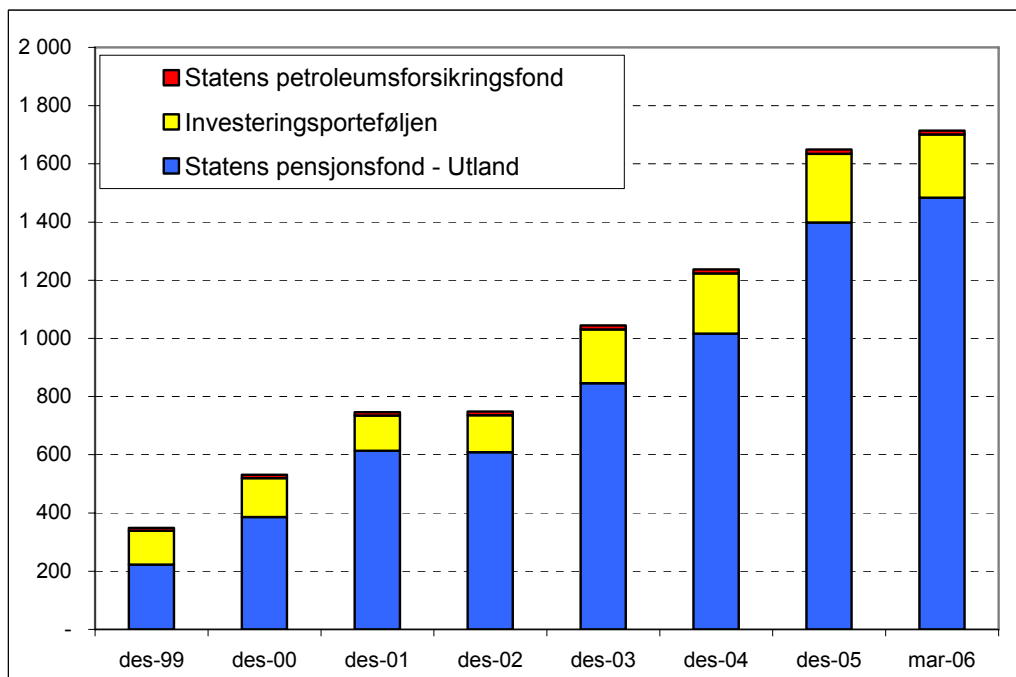
I første kvartal økte kapital under forvaltning i NBIM med 66 milliarder kroner. Av dette skyldes 35 milliarder avkastning på de investerte midlene, mens den samlede tilførselen var 64 milliarder kroner. En sterkere kronekurs i forhold til investeringsvalutaene reduserte markedsverdien med 33 milliarder kroner. Samlet kapital under forvaltning ved utgangen av første kvartal 2006 var 1 715 milliarder kroner (se tabell 1-1).

Tabell 1-1: Avkastning i første kvartal, og markedsverdi pr. 31.03.2006

	Avkastning i valuta		Avkastning i NOK			NOK
	Faktisk portefølje	Referanseportefølje	Faktisk portefølje	Referanseportefølje	Mer-avkastning	Markedsverdi i millioner
Statens pensjonsfond-Utland	2,24	2,04	0,25	0,06	0,20	1 484
Investeringsporteføljen	1,62	1,54	-0,37	-0,45	0,08	213
Statens petroleumsforsikringsfond	-0,71	-0,72	-2,38	-2,39	0,00	14
Totalt						1 715¹

Figur 1-3 viser utviklingen i samlet beløp under forvaltning fra utgangen av 1999.

Figur 1-3: Utvikling i beløp under forvaltning (milliarder kroner)



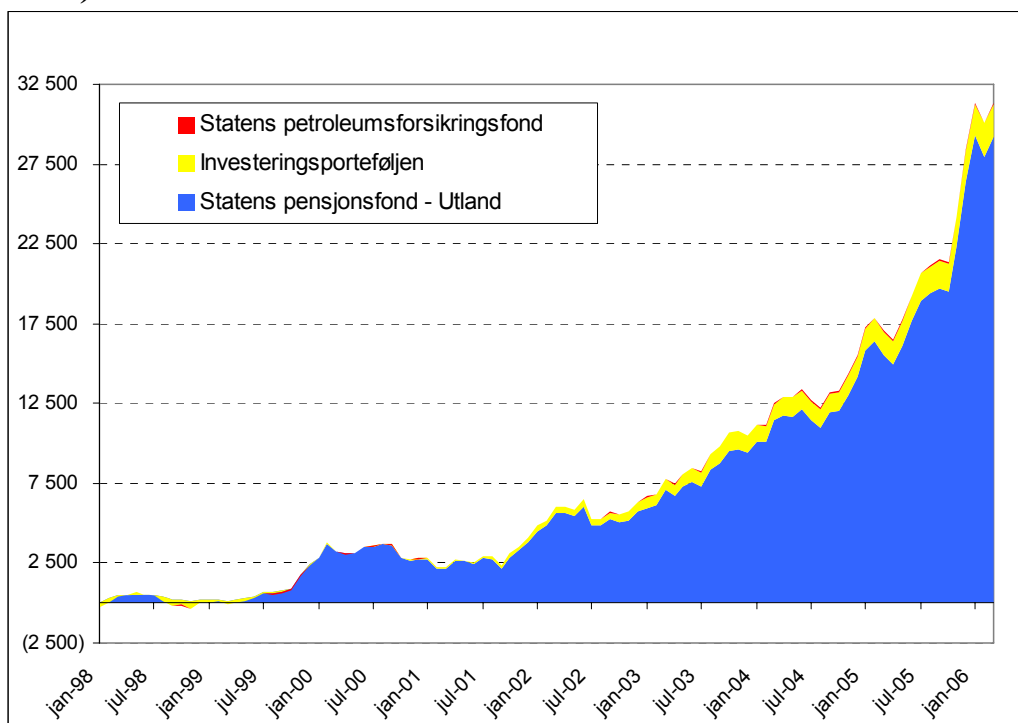
¹ Verdien av petrobufferporteføljen, som var om lag 4 milliarder kroner pr. 31.03.2006, inngår i totaltallet.

1.3 NBIM oppnådde en meravkastning på 3,0 milliarder kroner

Forvaltningen i NBIM måles løpende mot referanseporteføljer fastsatt av oppdragsgiverne. Et viktig mål for forvaltningen er over tid å oppnå noe høyere avkastning på de faktiske porteføljene enn på referanseporteføljene. I første kvartal var det meravkastning på 3,0 milliarder kroner i den samlede forvaltningen.

Figur 1-4 viser akkumulert meravkastning siden etableringen av NBIM i januar 1998. Det samlede bidraget i perioden er 31,3 milliarder kroner. Dette fordeler seg på Statens pensjonsfond – Utland med 29,2 milliarder, på investeringsporteføljen med 2,0 milliarder, og på Statens petroleumsforsikringsfond med 0,1 milliard kroner.

Figur 1-4: Akkumulert brutto meravkastning fra 1.1.1998 til 31.3.2006 (millioner kroner)



Tabell 1-2 gir en oversikt over avkastning og risiko siden 1.1.1998 for de porteføljene som NBIM forvalter.

Tabell 1-2: Avkastning og risiko de siste fem år pr. 31.03.2006. Annualisert.

	Siste 12 måneder	Siste 3 år	Siste 5 år	Siden 1.1.1998
Avkastning/meravkastning²				
Pensjonsfondet	11,50	10,91	2,69	5,77
Referanseportefølje	10,35	10,19	2,13	5,24
Meravkastning	1,15	0,72	0,57	0,53
Investeringsporteføljen	9,05	7,73	3,17	5,53
Referanseportefølje	8,74	7,43	2,86	5,32
Meravkastning	0,31	0,30	0,31	0,21
Forsikringsfondet	1,82	3,83	4,20	3,29
Referanseportefølje	1,72	3,69	4,06	3,21
Meravkastning	0,10	0,14	0,14	0,08
Standardavvik³				
Pensjonsfondet	6,84	8,72	8,99	8,44
Investeringsporteføljen	6,25	8,12	7,30	6,91
Forsikringsfondet	5,10	7,48	6,62	6,32
Relativ volatilitet⁴				
Pensjonsfondet	0,41	0,31	0,30	0,38
Investeringsporteføljen	0,08	0,16	0,18	0,23
Forsikringsfondet	0,05	0,07	0,08	0,16
Informasjonsrate (IR)⁵				
Pensjonsfondet	2,58	2,14	1,89	1,34
Investeringsporteføljen	3,42	1,78	1,70	0,85
Forsikringsfondet	2,14	1,98	1,80	0,50

² Ved beregning av avkastning på faktisk og referanseportefølje er det benyttet månedlige avkastningstall som er kjedet sammen ved bruk av geometrisk metode. Tallene er i prosent og annualiserte. Meravkastningen er beregnet ved bruk av aritmetisk metode.

³ Standardavviket er et mål på svingningene i avkastningen/meravkastningen i en periode. Hvert månedlige avkastnings-/meravkastningstall sammenlignes med gjennomsnittet for perioden. Jo høyere standardavviket er, jo større er svingningene i forhold til gjennomsnittet og jo høyere er risikoen.

⁴ Begrepet relativ volatilitet er forklart i vedlegg 4.

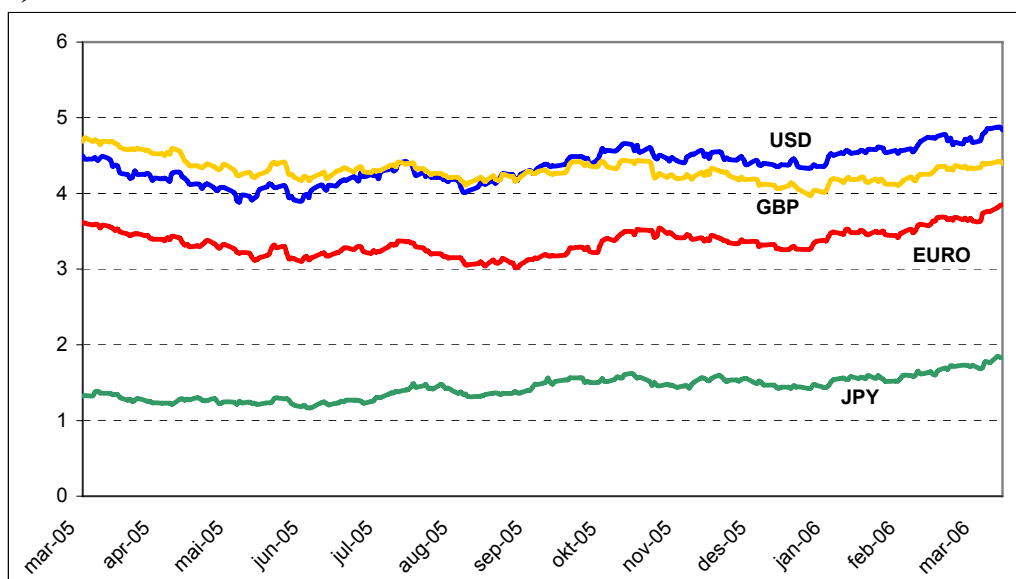
⁵ IR er et mål på risikojustert avkastning, og benyttes for å måle dyktighet i kapitalforvaltning. IR beregnes som forholdstallet mellom differanseavkastningen og den faktiske relative markedsrisikoen som porteføljen har hatt. IR viser hvor høy meravkastning man har fått igjen for hver risikoenhet.

2. Markedsutviklingen

Rentemarkedene

Obligasjonsrentene i hovedmarkedene viste en stigende utvikling gjennom første kvartal. Renten på statsobligasjoner med ti års løpetid steg med om lag 0,45 prosentpoeng i USA og innenfor euroområdet, mens oppgangen i Storbritannia og i Japan var på om lag 0,30 prosentpoeng (figur 2-1). I løpet av de siste 12 månedene har renteoppgangen vært størst i Japan, mens de langsiktige rentene i Storbritannia har falt noe perioden sett under ett.

Figur 2-1: Utviklingen i de viktigste obligasjonsmarkedene siste 12 måneder. Rentene på statsobligasjoner med om lag 10 års gjenværende løpetid (prosent pr. år)



Det var fortsatt høy vekst i verdensøkonomien i første kvartal. Den globale veksten har særlig vært drevet av oppgangskonjunktur i USA og i deler av Asia, men i de siste månedene har det kommet klare signaler om at den økonomiske veksten både i Europa og i Japan er i ferd med å ta seg opp.

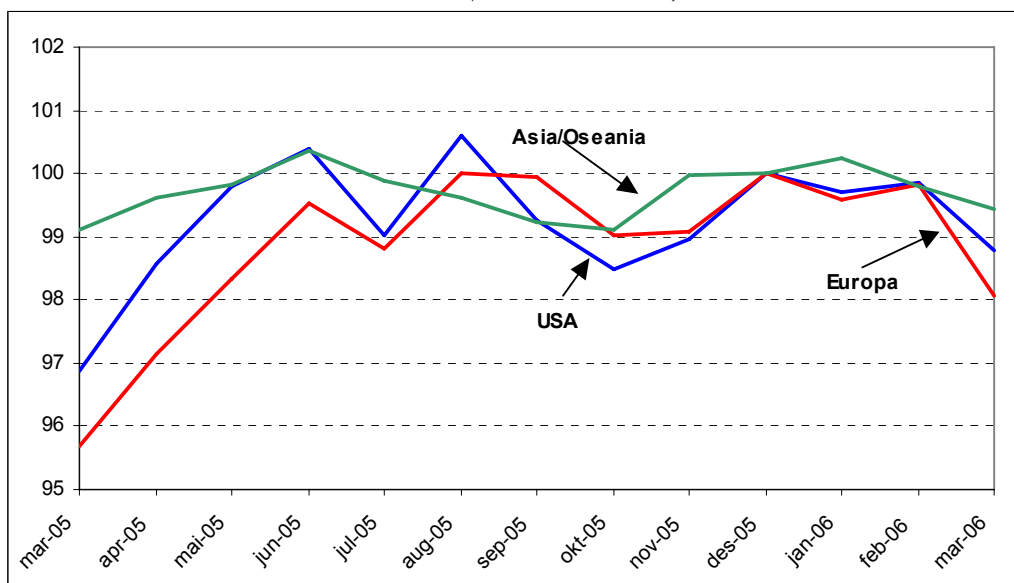
Veksten i USA økte ved inngangen til 2006 etter et svakt fjerde kvartal i 2005. Bedrifter i flere næringssektorer rapporterte om gode resultater, noe som hadde sammenheng med høye marginer og gunstige finansieringsvilkår. Den positive utviklingen har bidratt til økning i investeringene og optimisme i mange næringer. Sentralbanken i USA hevet styringsrenten med til sammen 50 basispunkter i første kvartal til 4,75 prosent. Avkastningskurven var invertert i deler av kvartalet, noe som historisk har signalisert at en står overfor en nedgangskonjunktur. Det er imidlertid få andre indikasjoner på dette. Sterk etterspørsel etter langsiktige obligasjoner fra pensjonskasser og sentralbanker i Asia har bidratt til å holde de langsiktige rentene lave. Selv om råvareprisene steg i løpet av kvartalet, har effekten på kjerneinflasjonen så langt vært liten.

Også i Japan har den økonomiske veksten økt de seneste kvartalene. Økt innenlandsk forbruk, og vekst i eksportsektoren har bidratt til oppgangen. Det er generelt god

lønnsomhet i bedriftene, og vekst i sysselsettingen. Mye tyder på at deflasjonsperioden i Japan er over, og det er forventninger om at den japanske sentralbanken vil avslutte sin nullrentepolitikk.

Det er også tegn til at veksten er i ferd med å ta seg opp i eurosonen etter en periode med svak konjunkturutvikling. Høy global vekst og en svakere euro har bidratt til god utvikling i eksportsektoren, og det lave rentenivået har bidratt til økning i investeringene. Det har også vært en viss økning i sysselsettingen den senere tiden. Den europeiske sentralbanken ECB hevet signalrentene med 25 basispunkter til 2,5 prosent i løpet av kvartalet.

Figur 2-2: Verdiutviklingen på Lehman Global Aggregates statspapirindekser i hovedmarkedene de siste 12 måneder (31.12.2005=100)



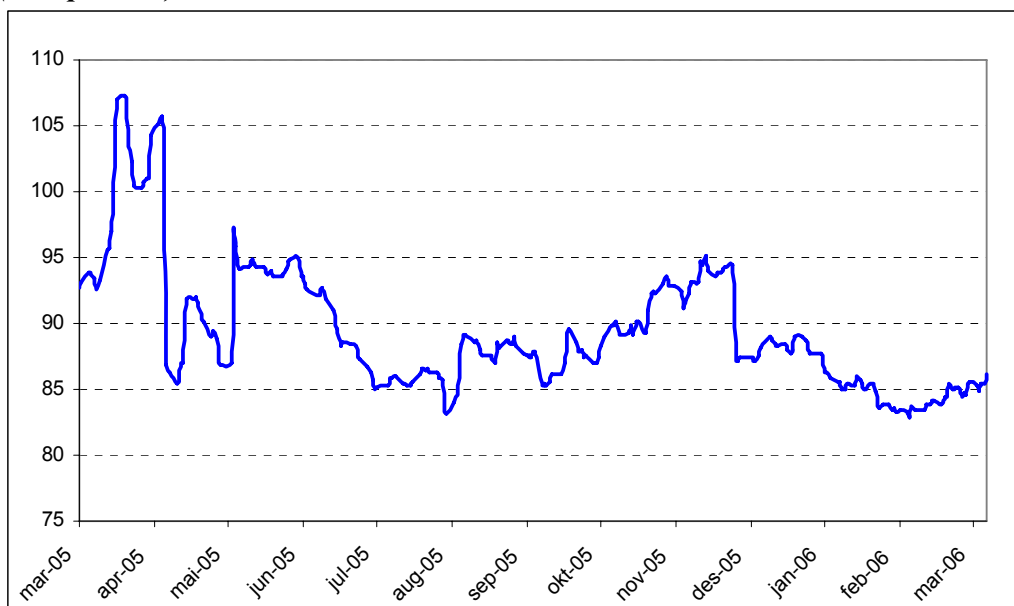
Utviklingen i Lehman Global Aggregates statspapirindekser i hovedmarkedene de siste 12 måneder fremgår av figur 2-2. I Europa var avkastningen i første kvartal 2006 på $-1,9$ prosent, i Asia på $-0,6$ prosent og i USA på $-1,2$ prosent.

Renteforskjellen mellom kreditt- og statspapirer (kredittspreaden) er svært lav og falt ytterligere i løpet av kvartalet. Det var lav volatilitet i kredittmarkedene, og det var få selskaps-spesifikke nyheter som påvirket renteforskjellene. Global misligholdsrate (misligholdte obligasjoner i prosent av totalt utestående) har falt ytterligere i løpet av kvartalet.

Det har vært god inntjening i mange selskaper de seneste kvartalene, noe som har bidratt til en styrking av egenkapitalen og nedbetaling av gjeld. Presset nedover på kredittspredene kommer derfor både fra tilbudssiden gjennom mindre utbud av obligasjoner, og fra etterspørselssiden som følge av mye likviditet og lite mislighold.

Figur 2-3 viser utviklingen i renteforskjellen mellom statsobligasjoner og selskapsobligasjoner med god kredittvurdering i USA.

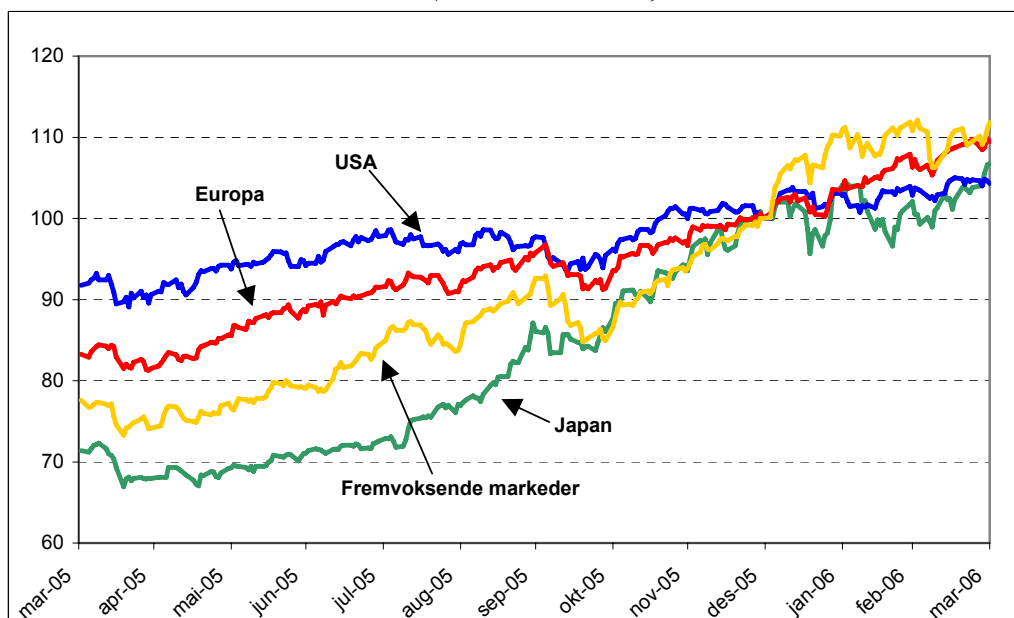
Figur 2-3: Differansen mellom renten på kredit⁶- og statspapirer i USA (basispunkter)



Aksjemarkedene

Det var en positiv kursutvikling i de viktigste aksjemarkedene i første kvartal (figur 2-4). Oppgangen var sterkest i Europa og i de fremvoksende markeder. Målt ved FTSE-indeksen steg kursene i Europa, Japan og USA med henholdsvis 9,4, 6,7 og 4,3 prosent. En indeks bestående av 24 fremvoksende markeder steg med 11,8 prosent.

Figur 2-4: Verdiutviklingen målt i lokal valuta i FTSE aksjeindekser i hovedmarkedene siste 12 måneder (31.12.2005 = 100)



⁶ Selskapspapirer med kredittrating AAA fra Standard & Poor's.

Høy økonomisk vekst globalt, og god inntjening i mange børsnoterte selskaper har bidratt til kursoppgangen i første kvartal. Over 65 prosent av selskapene i de største amerikanske selskapene (Standard & Poor's 500-indeksen) rapporterte bedre inntjening enn hva som var forventet. Høy oljepris og prisoppgang på en rekke metaller har dessuten bidratt til oppjusterte inntjeningsforventninger og kursoppgang for råvare- og energiselskaper.

Til tross for lavere økonomisk vekst i Europa, var kursoppgangen i de europeiske aksjemarkedene sterkere enn i USA. Inntjeningsveksten har vært høyere i europeiske enn i amerikanske selskaper, og rapportert inntjening har i større grad overrasket analytikerne positivt enn i USA. Det at rentenivået i Europa har ligget stabilt i perioden med renteoppgang i USA har også bidratt til den relativt sterke kursutviklingen i de europeiske aksjemarkedene.

Økt globalisering har dessuten bidratt til å redusere samvariasjonen mellom inntjeningsveksten i børsnoterte selskaper og den økonomiske veksten i selskapenes hjemland.

Tabell 2-1: Avkastningen på hovedsektorene og de ti største undersektorene på FTSE verdensindeks i første kvartal 2006 (målt i prosent mot amerikanske dollar, mot norske kroner og mot referanseporteføljens valutakurv)

	USD	NOK	Valutakurv
Olje og gass	9,41	6,04	8,14
- av dette utvinning og raffinering av olje og gass	8,81	5,46	7,55
Råvarer	13,89	10,39	12,58
Generell industri	9,52	6,15	8,25
Forbruksvarer	6,58	3,30	5,35
Helsetjenester	2,90	-0,27	1,71
- av dette farmasi og bioteknologi	4,05	0,85	2,84
Forbrukstjenester	3,63	0,44	2,43
- av dette detaljhandel	2,44	-0,71	1,25
- av dette medier	3,65	0,46	2,45
Telekommunikasjon	6,34	3,07	5,11
- av dette "fast linje" telekommunikasjon	7,02	3,73	5,78
Energi og vannforsyning	7,17	3,87	5,93
Finansielle tjenester	8,49	5,15	7,23
- av dette banker	8,71	5,36	7,45
- av dette forsikring	2,70	-0,46	1,51
- av dette øvrige finansielle tjenester	9,91	6,53	8,64
Informasjonsteknologi	4,84	1,62	3,63
- av dette programvare og tjenester	2,60	-0,56	1,41
- av dette maskinvare og IT-utstyr	6,11	2,85	4,88
Totalt⁷	7,27	3,96	6,02

Tabell 2-1 viser kursutviklingen i hovedsektorene og i de ti største undersektorene på FTSEs verdensindeks i første kvartal 2006. Hovedsektorene råvarer, industriselskaper og olje & gass har hatt den sterkeste kursutviklingen. Selskaper innenfor helsetjenestesektoren har hatt den svakeste utviklingen.

⁷ Sammensetningen av Pensjonsfondets referanseportefølje er forskjellig fra FTSE verdensindeksen, og avkastningen vil dermed være forskjellig.

3. Statens Pensjonsfond - Utland

Hovedpunkter for første kvartal 2006:

- Markedsverdi 1 483,9 milliarder kroner pr. 31. mars
- Periodeavkastning 2,24 prosent målt i internasjonal valuta
- Periodeavkastning 7,17 prosent i aksjeforvaltningen
- Periodeavkastning -1,13 prosent i renteforvaltningen
- Meravkastning 0,20 prosent
- Annualiserte forvaltningskostnader (eksklusive avkastningsavhengige honorarer) 0,07 prosent av beløp under forvaltning
- Tilførsel 82,4 milliarder kroner
- Fire nye eksterne aksjemandater
- Ett nytt eksternt rentemandat

Fondets markedsverdi

Fondets markedsverdi var 1 483,9 milliarder kroner ved utgangen av første kvartal, noe som er en økning med 84,9 milliarder fra årsskiftet. Økningen i markedsverdien skyldes positiv avkastning målt i internasjonal valuta med 31,6 milliarder og tilførsel av nye midler med 82,4 milliarder kroner. En sterkere kronkurs i forhold til investeringsvalutaene bidro til en reduksjon av fondets verdi med 29,1 milliarder kroner. Endring i kronekursen har imidlertid ingen betydning for fondets internasjonale kjøpekraft.

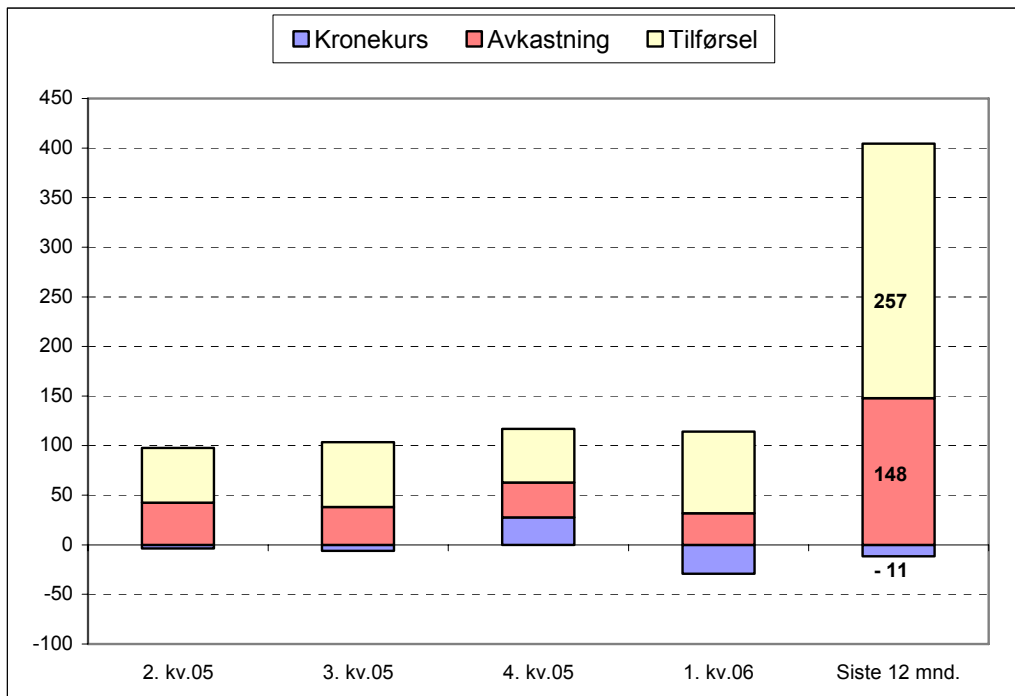
Tabell 3-1 viser markedsverdien ved de siste kvartalsskifter, og endringen i markedsverdi i første kvartal 2006 fordelt på tilførsel, avkastning i internasjonal valuta og endring i kronens internasjonale verdi. For regnskapsmessige verdier vises til tabell 1 og 2 i vedlegg 1.1.

Tabell 3-1: Utvikling i fondets markedsverdi de siste 12 måneder (millioner kroner)

	Aksjeforvaltningen	Renteforvaltningen	Totalt
31. mar. 2005	435 467	654 674	1 090 141
30. juni 2005	472 436	711 491	1 183 927
30. sept. 2005	522 691	758 454	1 281 145
31. des 2005	582 305	816 746	1 399 050
Tilførsel	-4 968	87 334	82 366
Avkastning	41 311	-9 674	31 637
Endring i kroneverdi	- 11 758	- 17 387	- 29 144
31. mar. 2006	606 890	877 019	1 483 909

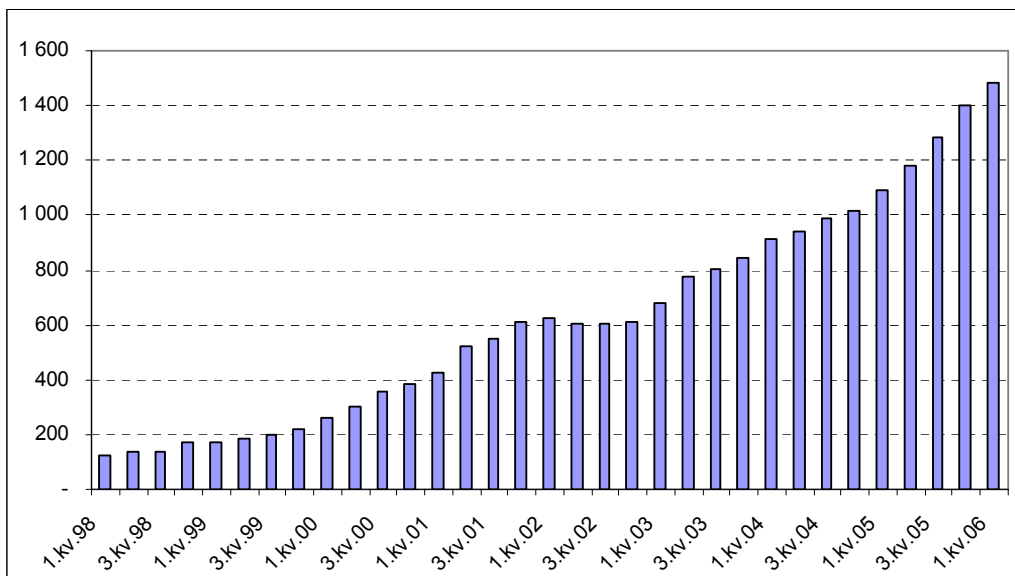
I løpet av de siste 12 månedene har fondet økt med 394 milliarder kroner (jf. figur 3-1). Det er blitt tilført 257 milliarder kroner, avkastningen har vært 148 milliarder, og en sterkere krone i forhold til investeringsvalutaene har redusert verdien med 11 milliarder kroner. Figuren viser at en svakere krone bidro til å øke fondets verdi i fjerde kvartal 2005, mens utviklingen i kronekursen hittil i år har bidratt til å redusere verdien av fondet.

Figur 3-1: Kvartalsvis endring i markedsverdien av fondet de siste 12 måneder (milliarder kroner)



Fondet har økt med 1 371 milliarder kroner fra 1. januar 1998 (jf. figur 3-2). I løpet av disse årene er det tilført 1 129 milliarder kroner. Avkastningen målt i internasjonal valuta har økt verdien med 337 milliarder kroner, mens en sterkere krone i forhold til investeringsvalutaene har redusert fondets verdi med 95 milliarder kroner.

Figur 3-2: Markedsverdien av Statens pensjonsfond – Utland 1998-2006 (milliarder kroner)



Fondets avkastning

I første kvartal 2006 var fondets periodeavkastning 2,24 prosent målt i den valutakurven som svarer til sammensetningen av referanseporteføljen. Avkastningen var positiv i alle tre månedene i kvartalet. Avkastningen i aksjeforvaltningen var 7,17 prosent. Det var kursoppgang i alle hovedmarkedene i løpet av kvartalet. Renteforvaltningen hadde en negativ avkastning på -1,13 prosent målt i valutakurven. Det var en fallende kursutvikling i de største obligasjonsmarkedene.

Målt i norske kroner var totalavkastningen i første kvartal på 0,25 prosent. Forskjellen skyldes at kronen i løpet av kvartalet i gjennomsnitt ble omlag 2,0 prosent sterkere i forhold til valutaene i referanseporteføljen. Tabell 3-2 viser månedlig avkastning målt i referanseporteføljens valutakurv og i norske kroner, og tabell 3-3 viser avkastningen i første kvartal målt mot ulike valutaer.

Tabell 3-2: Fondets avkastning første kvartal 2006 (prosent)

	Avkastningen målt i referanseporteføljens valutakurv		Avkastningen målt i norske kroner		
	Faktisk portefølje	Referanseportefølje	Faktisk portefølje	Referanseportefølje	Meravkastning
Januar	1,42	1,21	1,56	1,36	0,21
Februar	0,33	0,42	0,82	0,91	-0,09
Mars	0,47	0,39	-2,09	-2,17	0,08
Første kvartal	2,24	2,04	0,25	0,06	0,20

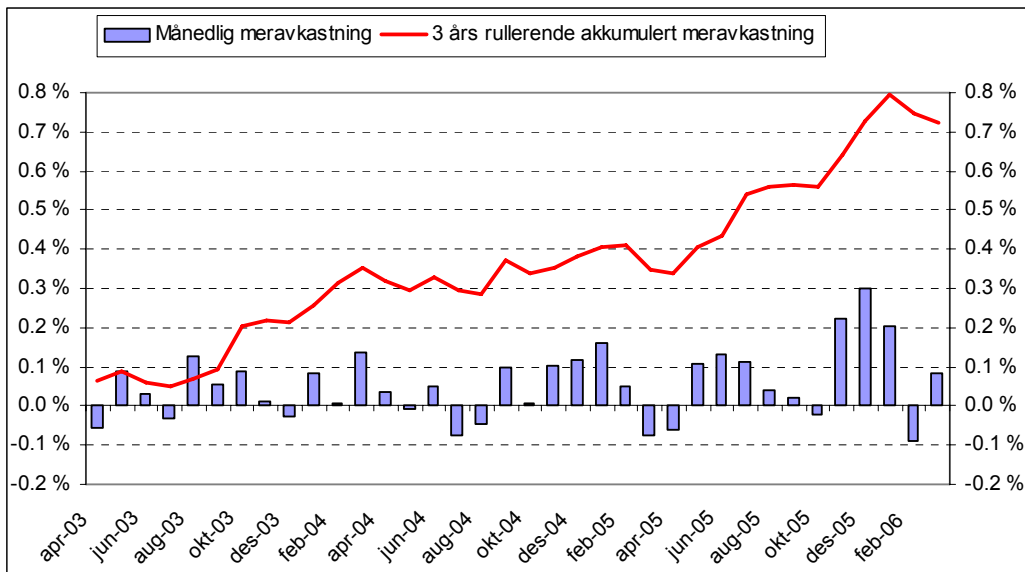
Tabell 3-3: Avkastningen første kvartal 2006 målt i ulike valutaer (prosent)

	Aksjer	Renter	Total
Fondets valutakurv	7,17	-1,13	2,24
Importvektet valutakurv	6,03	-2,17	1,16
Amerikanske dollar	8,42	0,03	3,44
Euro	5,68	-2,50	0,82
Norske kroner	5,08	-3,05	0,25

Avkastningen som Norges Bank oppnår på faktisk portefølje, blir målt i forhold til avkastningen på referanseporteføljen som Finansdepartementet har fastsatt. Forskjellen mellom avkastningstallene gir den brutto meravkastning som Norges Bank har bidratt med. Fondet hadde i første kvartal en meravkastning på 0,20 prosentpoeng i forhold til referanseporteføljen. I beløp utgjorde meravkastningen om lag 2,8 milliarder kroner. Bidraget til meravkastningen kom hovedsakelig fra den interne aksje- og renteforvaltningen, men det var også positive bidrag fra både den eksterne rente- og eksterne aksjeforvaltningen

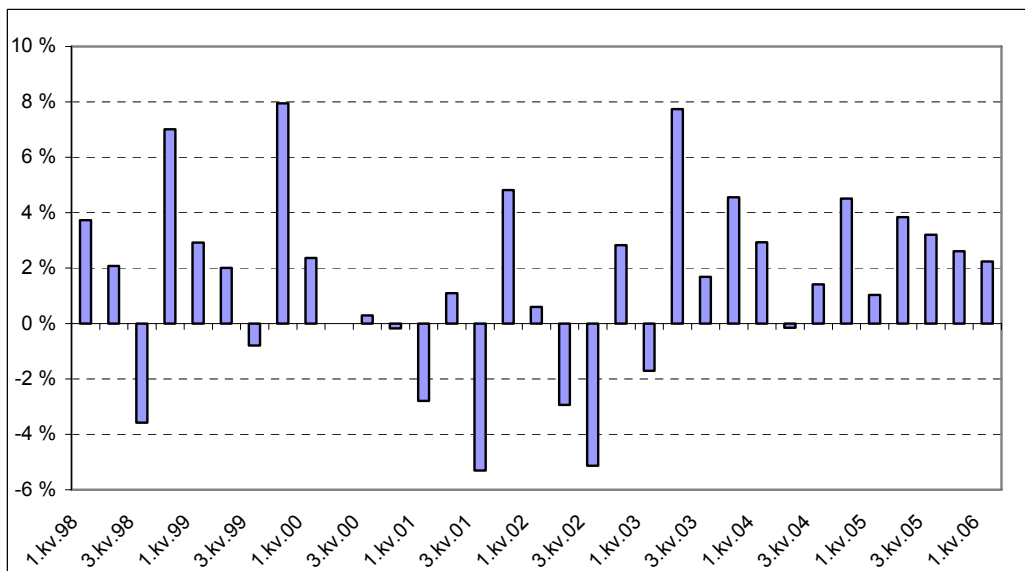
De siste 12 måneder har akkumulert meravkastning vært 1,15 prosentpoeng. De siste tre år frem til utgangen av første kvartal 2006 er årlig annualisert meravkastning 0,72 prosentpoeng (jf. figur 3-3).

Figur 3-3: Månedlig (høyre akse) og annualisert akkumulert meravkastning (venstre akse) de siste 36 måneder (prosent)



Det påløper transaksjonskostnader knyttet til innfasing av nye midler. Norges Bank har estimert de direkte og indirekte transaksjonskostnadene knyttet til innfasingen til 113,2 millioner kroner i første kvartal 2006. Dette utgjorde 0,14 prosent av det totale overføringsbeløpet på 82,4 milliarder kroner og 0,01 prosent av markedsverdien til fondet ved inngangen til kvartalet. Referanseporteføljen er ikke justert for disse påførte transaksjonskostnadene. Dermed er den målte meravkastningen lavere enn den ville ha vært uten kostnadene knyttet til innfasingen av nye midler. Det vises til vedlegg 3 for en omtale av metodegrunnlaget for beregningene, og til temaartikkel 2 i årsrapporten for 2004 for en drøfting av innfasingkostnadene i fondet.

Figur 3-4: Kvartalsvis avkastning av fondet (prosent, målt i referanseporteføljens valutakurv)



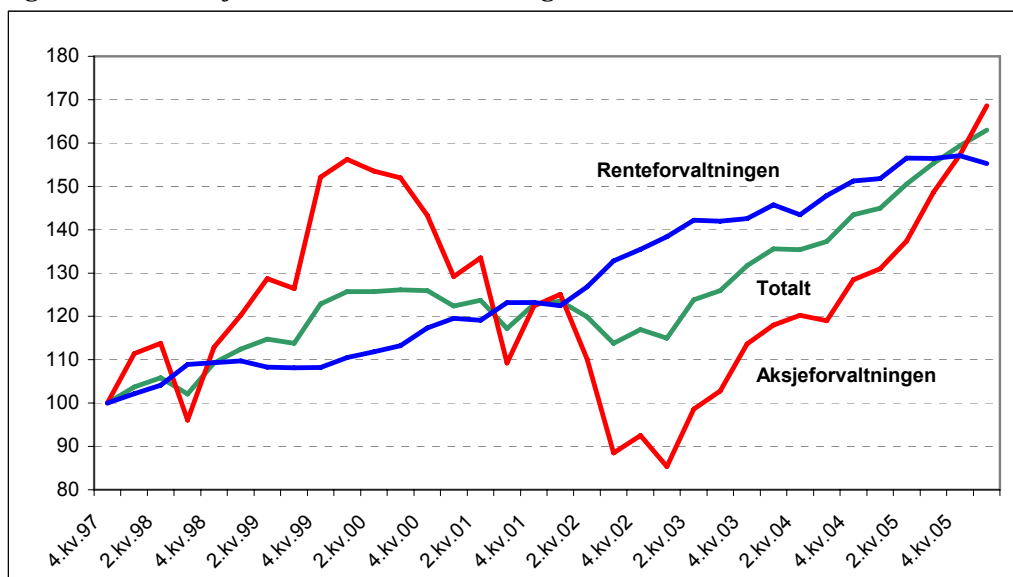
Fra fondet for første gang ble investert i aksjer i 1998 har den gjennomsnittlige kvartalsavkastningen målt i valuta vært 1,54 prosent. Figur 3-4 viser avkastningen hvert kvartal.

Siden 1997 har fondet hatt en annualisert årlig brutto avkastning på 6,4 prosent. Etter fradrag for forvaltningskostnader og prisstigning, er årlig netto realavkastning 4,5 prosent. Tabell 3-4 viser avkastningen fram til utgangen av første kvartal 2006, regnet som årsrate fra 1. januar i hvert av årene 1997-2006. Høyre kolonne i tabellen viser at brutto meravkastning i gjennomsnitt har vært 0,50 prosentpoeng pr. år regnet fra 1. januar 1997.

Tabell 3-4: Årlige avkastningsrater for fondet fram til utgangen av første kvartal 2006 (målt i referanseporteføljens valutakurv, prosent pr. år)

	Brutto årlig avkastning	Årlig prisvekst ⁸	Årlige forv. kostnader	Årlig netto realavkastning	Årlig brutto meravkastning
Fra 01.01.97	6,42	1,71	0,09	4,54	0,50
Fra 01.01.98	6,10	1,71	0,09	4,23	0,53
Fra 01.01.99	5,67	1,81	0,09	3,69	0,57
Fra 01.01.00	4,63	1,90	0,10	2,58	0,47
Fra 01.01.01	5,04	1,88	0,10	3,00	0,51
Fra 01.01.02	6,88	2,05	0,10	4,64	0,60
Fra 01.01.03	10,74	2,09	0,10	8,37	0,74
Fra 01.01.04	9,93	2,32	0,10	7,34	0,80
Fra 01.01.05	10,73	2,28	0,11	8,15	1,03

Figur 3-5: Indeks for akkumulert avkastning 1998-2006



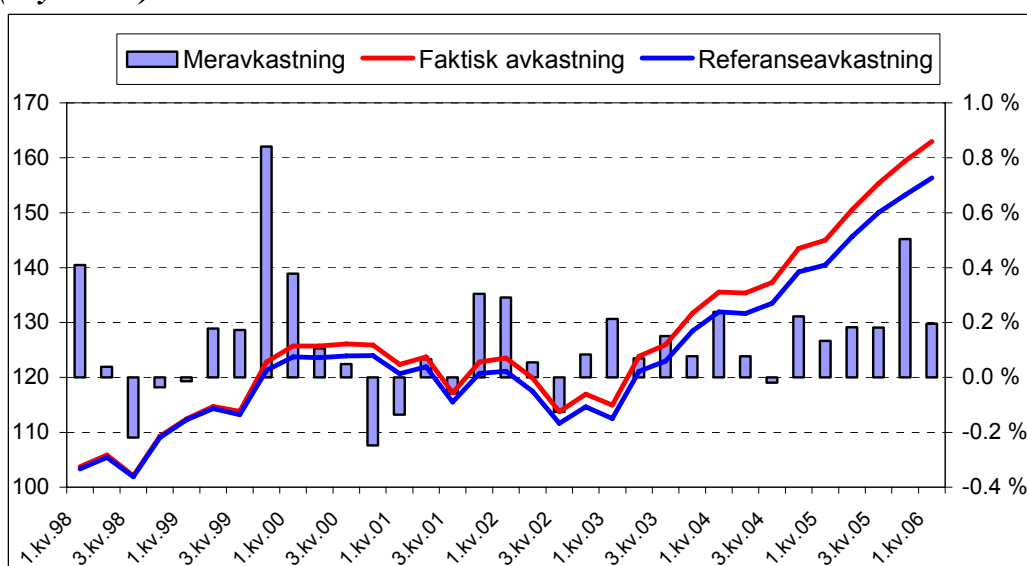
Den akkumulerte avkastningen av fondet fra 1. januar 1998 til utgangen av første kvartal 2006 har vært 63,0 prosent (jf. figur 3-5). I løpet av denne perioden har aksjeforvaltningen hatt en akkumulert avkastning på 68,6 prosent, mens

⁸ Prisveksten er et vektet gjennomsnitt av konsumprisveksten i de land som er med i referanseporteføljen

renteforvaltningen har hatt en avkastning på 55,3 prosent. Denne forskjellen i avkastning er imidlertid ikke et godt bilde på lønnsomheten ved de to aktivklassene. Pensjonsfondet har investert betydelige midler både i aksje og obligasjonsmarkedene i løpet av perioden. Markedsverdien på aksjeholdningen ved utgangen av kvartalet var 40,8 prosent høyere enn den gjennomsnittlige kjøpskursen. Tilsvarende tall for obligasjonsbeholdningen var 15,8 prosent. Aksjeinvesteringene har således vært mer lønnsomme enn figur 3-5 kan gi inntrykk av.

Siden 1998 har akkumulert avkastning på referanseporteføljen vært 56,3 prosent mens den faktiske avkastningen har vært 63,0 prosent (jf. figur 3-6). Akkumulert brutto meravkastning målt i valutakurven har vært på til sammen 6,6 prosentpoeng, som i beløp tilsvarer 29,2 milliarder kroner.

Figur 3-6: Indeks for akkumulert faktisk avkastning og referanseavkastning målt i valutakurven (venstre akse) og kvartalsvis brutto meravkastning i prosentpoeng (høyre akse)

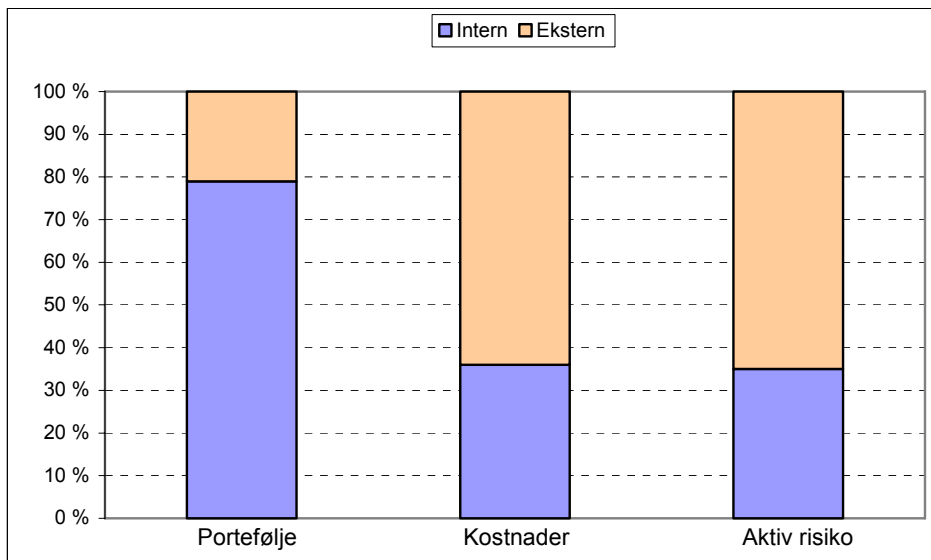


Intern og ekstern forvaltning

Ved utgangen av første kvartal ble 21 prosent av fondet forvaltet av eksterne forvaltere. Samtidig utgjorde kostnadene ved ekstern forvaltning 64 prosent av de samlede forvaltningskostnadene. Den eksterne forvaltningen stod for anslagsvis 65 prosent av den samlede risiko knyttet til aktiv forvaltning (figur 3-7).

Den eksterne forvaltningen er i all hovedsak aktiv, mens en større del av den interne forvaltningen er knyttet til utvidet indeksering. Aktiv forvaltning er klart dyrere enn indeksering, og det forklarer i noen grad at enhetskostnadene i den eksterne forvaltningen er langt høyere enn i den interne. Forvaltningskostnadene for ekstern og intern forvaltning i første kvartal er henholdsvis 0,33 og 0,05 prosent av forvaltet beløp. Eksterne forvaltere med spesialistkompetanse brukes for å oppnå tilstrekkelig bredde og omfang i den aktive forvaltningen, og meravkastningen fra eksternforvaltningen har klart oversteget merkostnadene.

Figur 3-7: Fordeling av portefølje, forvaltningskostnader og aktiv risiko⁹ mellom intern og ekstern forvaltning (prosent)



Renteforvaltningen

Markedsverdien av porteføljen økte med 60,3 milliarder i første kvartal til 877,0 milliarder kroner. Det ble tilført 87,3 milliarder til porteføljen i perioden. Negativ avkastning på investeringene og en sterkere kronekurs bidro til å redusere verdien med til sammen 27,0 milliarder kroner. Ved utgangen av kvartalet var om lag 90 prosent av porteføljen internt forvaltet i Norges Bank.

Forvaltningen er delt mellom to hovedområder. På den ene siden arbeides det med indeksering og med aktiv forvaltning som er direkte knyttet til indekseringsoppgaven. Slik utvidet indeksering har som mål å vedlikeholde en portefølje som ligger svært nær referanseporteføljen, og samtidig utnytte spesielle prisingssituasjoner til å oppnå meravkastning. Indekseringen utføres i tre delporteføljer, for henholdsvis statsgaranterte rentepapirer, rentepapirer utstedt av private selskaper og pantsikrede rentepapirer. De tre delporteføljene indekseres internt, med unntak for pantsikrede rentepapirer i USA, som forvaltes eksternt.

Den aktive forvaltningen følger en investeringsfilosofi basert på spesialisering og delegering av beslutninger, og utføres av både interne og eksterne forvaltere. For å oppnå målsetningen om spesialisering er det etablert en gruppestruktur der hver gruppe har fått et oppdrag med et begrenset posisjonsunivers.

Om lag 10 prosent av porteføljen 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. Valg av eksterne forvaltere anses som en investeringsbeslutning, der ulike mandater tildeles midler eller avvikles ut fra analyser om likviditet og forventet fremtidig meravkastning.

⁹ 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.

I første kvartal 2006 ble det overført midler til ett nytt eksternt forvaltningsoppdrag. Delaware Investment Advisers fikk tildelt et mandat for spesialisert forvaltning i USA.

Aksjeforvaltningen

Markedsverdien av porteføljen var ved utgangen av første kvartal 606,9 milliarder kroner, noe som var en økning på 24,6 milliarder kroner i løpet av kvartalet. Det ble overført 5,0 milliarder fra aksje- til renteforvaltningen i løpet av kvartalet. Positiv avkastning på investeringene økte verdien med 41,3 milliarder, mens en svakere kronekurs bidro til å redusere verdien med 11,7 milliarder kroner.

Ved utgangen av kvartalet ble vel 60 prosent av porteføljen forvaltet internt i Norges Bank i en såkalt ”forbedret” (”enhanced”) indekseringsportefølje. Den øvrige interne aktive forvaltningen er blitt bygget gradvis opp over de siste år og består av porteføljeforvaltere som fokuserer på både fundamental analysedrevet aksjevalg innenfor industrisektorene finans, telekommunikasjon, energi, media og handelsnæring globalt, og relativ verdi strategier. Alle forvalterne forvalter innenfor en såkalt ”long-short” portefølje. Dette innebærer at hver forvalter låner aksjer av den interne indeksporføljen eller i markedet. Således er det en ytterligere spesialisering mellom aktive strategier og indeksering og finansiering internt. Det er heller ikke slik at Norges Bank må velge mellom intern og eksternt aktiv forvaltning, ettersom de interne aktive posisjonene ikke legger beslag på forvaltningskapitalen.

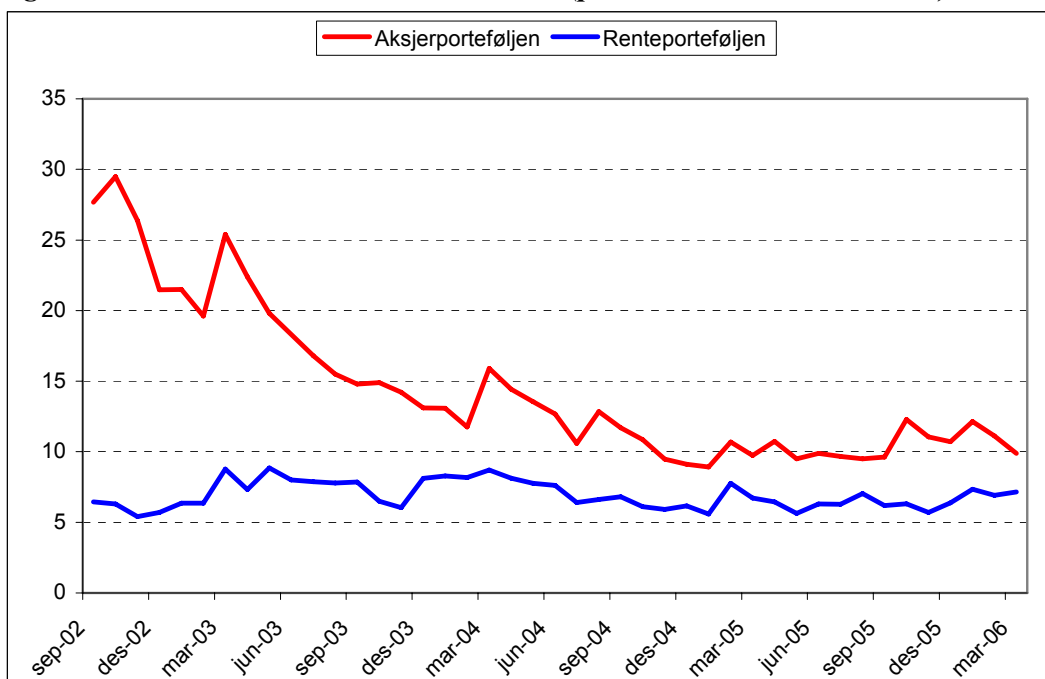
Om lag 40 prosent av porteføljen forvaltes eksternt. Alle de eksterne aksjemandatene har definert egne referanseporteføljer og risikorammer. De regionale mandatene har referanseporteføljer som består av de bedrifter som inngår i FTSE-indeksen i en geografisk region, for eksempel kontinental-Europa, Storbritannia, USA og Japan. Sektormandatene har referanseporteføljer innenfor næringssektorer som finans, teknologi, helse, olje og gass, kraft og vannforsyning, handelsnæring, media og telekommunikasjon. De siste par årene har Norges Bank økt andelen spesialistmandater innen næringssektorer.

Det er i løpet av kvartalet overført midler til fire nye oppdrag hos eksterne aksjeforvaltere; Jupiter Asset Management Ltd og Tradewinds NWQ Global investors LLC har fått tildelt sektormandater. Intrinsic Value Investors (IVI) LLP og Dalton Capital (Guernsey) Limited har fått tildelt regionale mandater.

Markedsrisiko

Fondets absolutte markedsrisiko, målt som forventet volatilitet av avkastningen i norske kroner, svinger med volatiliteten i markedene. Som illustrert i figur 3-8 var den absolutte volatiliteten i aksjeforvaltningen ved utgangen av første kvartal 2006 omlag 1/3 av nivået som ble målt i fjerde kvartal 2002. Det har vært langt mindre endringer i markedsrisikoen i renteforvaltningen.

Figur 3-8: Absolutt volatilitet ved månedslutt (prosent, målt i norske kroner)

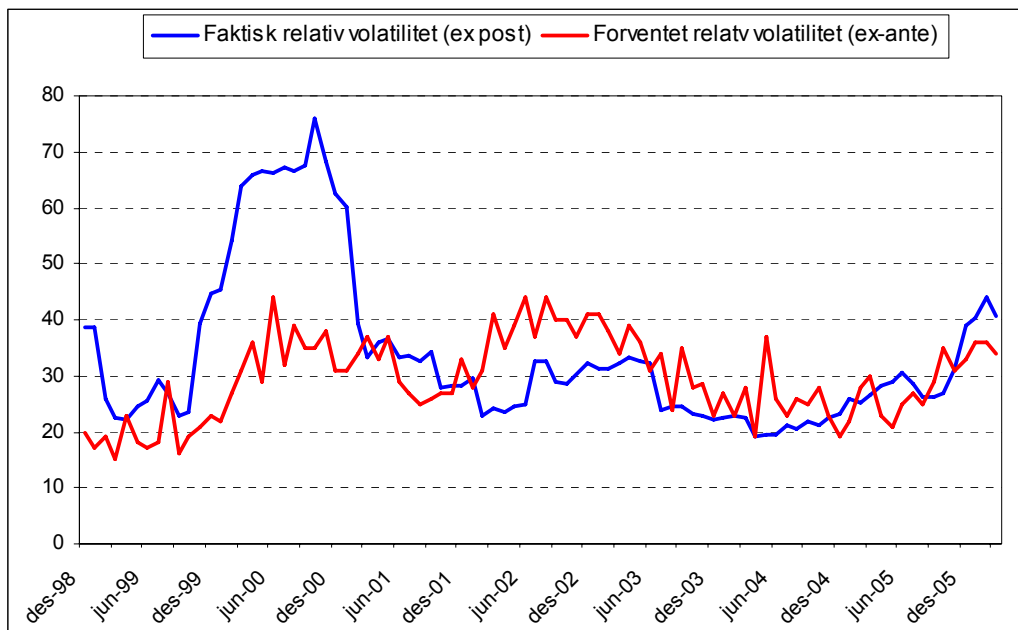


I styringen av forvaltningen har Finansdepartementet satt en begrensning på hvor forskjellig sammensetningen av fondet kan være fra referanseporteføljen. Dette er gjort ved å sette en grense for forventet avvik i avkastningen mellom den faktiske porteføljen og referanseporteføljen. Denne grensen for relativ markedsrisiko i forvaltningen er definert som 1,5 prosentpoeng forventet relativ volatilitet. (jf. vedlegg 4).

Forventet volatilitet kan svinge mye også ved uendret grad av aktiv forvaltning. Dette skyldes at målene påvirkes av ulike trekk i markedsutviklingen, som for eksempel endringer i volatiliteten i markedene og i korrelasjoner mellom de ulike aktivklasser og verdipapirer.

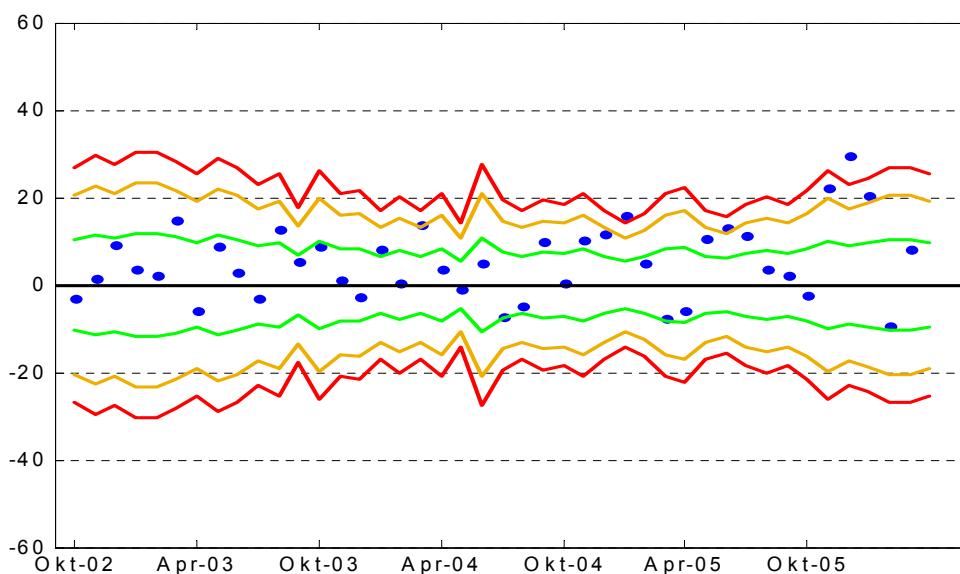
De avvik som er gjort fra referanseporteføljen i første kvartal 2006 har ikke brakt forventet relativ volatilitet høyere enn om lag 35 basispunkter. Den røde linjen i figur 3-9 viser utviklingen i forventet relativ volatilitet fra desember 1998. I ettertid kan vi bruke variasjonen i avviket mellom avkastningen av den faktiske porteføljen og av referanseporteføljen (dvs. variasjonen i meravkastningen) som et mål for hva den relative markedsrisikoen faktisk har vært (den blå linjen i figuren). Denne volatiliteten er beregnet som årsrate fra 12 måneders rullerende vinduer.

Figur 3-9: Forventet relativ volatilitet og faktisk relativ volatilitet (basispunkter)



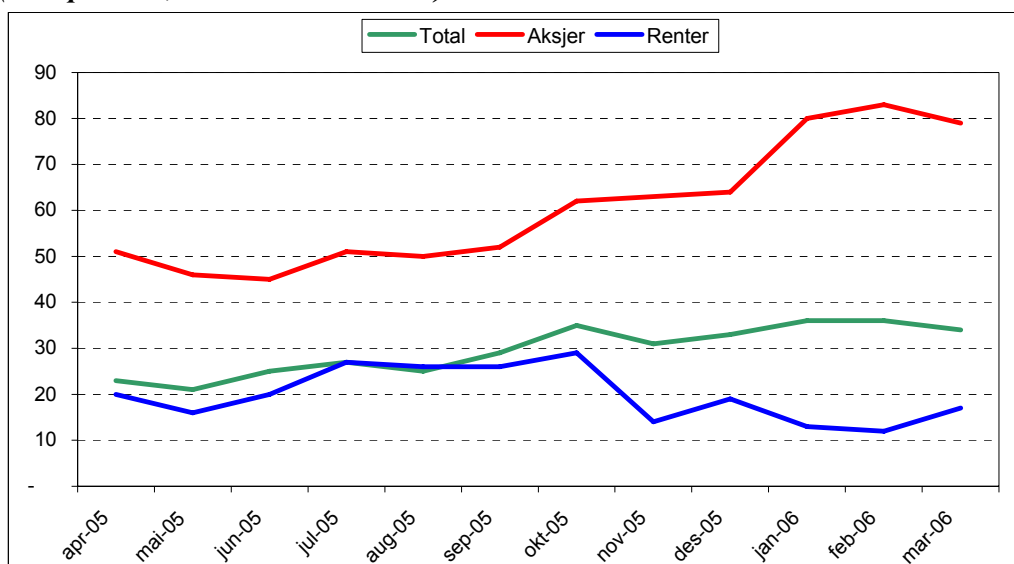
Norges Bank tester om faktisk meravkastning i fondet varierer i tråd med hva en skulle forvente ut fra den risikomodellen som benyttes. Dette er illustrert i figur 3-10. Figuren viser realisert månedlig meravkastning fra oktober 2002 (punkter) og konfidensintervall målt ved standardavvik. Modellen tilsier at i omlag 67 prosent av tilfellene skal den faktiske avkastningen ligge innenfor intervallet dannet av de grønne linjene. Tilsvarende for de oransje og røde intervallene er henholdsvis 95 og 99 prosent. Figuren indikerer at faktisk avkastning er i tråd med det en skal forvente ut fra den risikomodellen som benyttes, og analyser av lengre tidsserier gir tilsvarende resultater.

Figur 3-10: Konfidensintervall for risiko og realisert meravkastning (basispunkter)



Figur 3-11 viser utviklingen i forventet relativ volatilitet i aksje- og renteforvaltningen de siste 12 måneder. Den relative risikoen er høyere i aksjeforvaltningen enn i renteforvaltningen.

Figur 3-11: Forventet relativ volatilitet ved hver månedslutt siste 12 måneder (basispunkter, målt i norske kroner)



Informasjonsrate

Informasjonsraten er et mål på dyktighet i aktiv forvaltning. Denne raten er forholdstallet mellom brutto meravkastning pr. år og relativ markedsrisiko (her målt som faktisk standardavvik for brutto meravkastning). Som gjennomsnitt fra første kvartal 1998 til og med første kvartal 2006 har informasjonsraten for fondet vært på 1,34 målt som årsrate. Tabell 3-5 gir en historisk oversikt over informasjonsraten for fondet samlet og for hver aktivaklasse.

Tabell 3-5: Informasjonsrater

Periode	Fondet	Aksjer	Renter
Siste 12 måneder	2,58	2,22	2,28
Siden 2002	1,95	1,26	3,30
Siden 1999	1,46	1,21	2,01

Retningslinjer for forvaltningen

Finansdepartementet har gjennom forskrift og utfyllende retningslinjer for fondet fastsatt grenser for risiko og eksponering. Disse grenser og den faktiske tilpasning i porteføljen fremgår av tabell 3-6. Det var i løpet av kvartalet ingen vesentlige brudd på investeringsretningslinjene. Det var et mindre brudd ved at en ekstern forvalter kjøpte aksjer i et unotert selskap. Bruddet ble raskt avdekket, og forvalteren avhendet posisjonen umiddelbart.

Tabell 3-6: Forskriftens og retningslinjenes grenser for risiko og eksponering

	Risiko	Grenser	Faktisk				
			31.03.05	30.06.05	30.09.05	31.12.05	31.03.06
§ 5	Markedsrisiko	Maksimalt 1,5 prosentpoeng relativ volatilitet	0,30	0,25	0,29	0,33	0,34
§ 4	Aktivafordeling	Rentebærende instrumenter 50-70%	60,1	60,1	59,2	58,4	59,1
		Egenkapitalinstrumenter 30-50%	39,9	39,9	40,8	41,6	40,9
§ 4	Markedsfordeling aksjer	Europa 40-60%	49,4	47,7	47,7	47,3	48,5
		Amerika, Afrika, Asia og Oseania 40-60%	50,6	52,3	52,3	52,7	51,5
	Valutafordeling renter	Europa 45-65%	54,4	54,7	54,5	55,1	55,5
		Amerika og Afrika 25-45%	35,7	35,1	35,3	34,8	34,2
		Asia og Oseania 0-20%	9,9	10,2	10,2	10,1	10,4
§ 6	Eierandel	Maks 5% av et selskap	2,6	3,0	3,0	2,7	3,9

Tabell 3-7 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. 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 3-7: Porteføljen av rentebærende verdipapirer pr. 31. mars 2006 fordelt etter kredittvurdering (i prosent av markedsverdi)

Moody's		Standard & Poor's	
Karakter	Prosent av total	Karakter	Prosent av total
Aaa	47,25	AAA	44,96
Aa	17,43	AA	22,60
A	22,78	A	15,00
Baa	7,74	BBB	8,49
Ba	0,39	BB	0,50
Lavere	0,04	Lavere	0,07
Ingen vurdering	4,37	Ingen vurdering	8,38

Kostnader

Forvaltningsavtalen mellom Finansdepartementet og Norges Bank fastsetter prinsippene for den godtgjøring Norges Bank skal motta for forvaltningen av Statens pensjonsfond – Utland. For 2006 skal godtgjøringen dekke de faktiske kostnadene banken har, forutsatt at disse kostnadene er lavere enn et tak på 0,10 prosent av fondets gjennomsnittlige markedsverdi. I tillegg dekkes honorarer til eksterne forvaltere som følge av oppnådd meravkastning. Avtaler om avkastningsavhengige honorarer er inngått med de fleste eksterne aktive forvaltere, etter prinsipper som er godkjent av Finansdepartementet.

Norges Bank Investment Management (NBIM) forvalter foruten Pensjonsfondet også Statens petroleumsforsikringsfond og den største delen av Norges Banks valutareserver. Honorarer til eksterne forvaltere og eksterne oppgjørs- og depotinstitusjoner faktureres separat for hvert av fondene. De øvrige driftskostnadene

er felles for alle de fond som forvaltes av Norges Bank Investment Management (NBIM). Felleskostnadene fordeles på de tre fondene ved hjelp av en fordelingsnøkkel. Felleskostnadene omfatter også kostnader for støttefunksjoner utført av andre deler av Norges Bank. Omfanget av den siste typen kostnader er beregnet etter de retningslinjene som gjelder for forretningsdrift i Norges Bank.

Omregnet til årsrate utgjorde kostnadene i første kvartal 2006 0,11 prosent av gjennomsnittlig markedsverdi av fondet (jf. tabell 3-8). Sett bort fra avkastningsavhengige honorarer til eksterne forvaltere utgjorde kostnadene 0,07 prosent av markedsverdien. Til sammenligning utgjorde kostnadene i første kvartal 2006 0,08 prosent av markedsverdien. Det var en liten nedgang i forholdstallene mellom kostnader og beløp under forvaltning fra første kvartal 2005 til første kvartal 2006 for interne kostnader. For eksterne kostnader økte dette forholdstallet, hovedsakelig som følge av økningen i avkastningsavhengige honorarer til eksterne forvaltere.

Tabell 3-8: Forvaltningskostnader i første kvartal 2006 (i tusen kroner og i basispunkter av gjennomsnittlig portefølje)

	Første kvartal 2006		Første kvartal 2005	
	1000 kroner	Prosent	1000 kroner	Prosent
Interne kostnader i aksjeforvaltningen	51 866		41 991	
Kostnader til aksjededot og oppgjør	23 870		12 835	
Samlede kostnader i den interne aksjeforvaltningen	75 736	0,08	54 826	0,09
Interne kostnader i renteforvaltningen	43 968		42 984	
Kostnader til rentededot og oppgjør	18 262		8 854	
Samlede kostnader i den interne renteforvaltningen	62 230	0,03	51 838	0,04
Minimumshonorarer til eksterne forvaltere	87 929		79 127	
Avkastningsavhengige honorarer til eksterne forvaltere	131 406		63 678	
Andre kostnader ved ekstern forvaltning	28 284		28 894	
Samlede kostnader i den eksterne forvaltningen	247 619	0,33	171 699	0,29
Sum alle forvaltningskostnader	385 585	0,11	278 363	0,11
Sum forvaltningskostnader, eksklusive avkastningsavhengige honorarer	254 179	0,07	214 685	0,08

Kostnadene fordeles på intern og ekstern forvaltning ved hjelp av fordelingsnøkler for de interne kostnadene og depotkostnadene. Anslagsvis 64 prosent av kostnadene gjaldt ekstern forvaltning, mens om lag 21 prosent av fondets portefølje forvaltes av eksterne. Enhetskostnadene i intern forvaltning var på om lag 0,05 prosentpoeng, mot 0,33 prosentpoeng for eksternforvaltningen.

4. Norges Banks valutareserver

Hovedpunkter fra første kvartal 2006:

Investeringsporteføljen

- Markedsverdi 212,7 milliarder kroner pr. 31. mars
- Periodeavkastning 1,62 prosent målt i internasjonal valuta
- Periodeavkastning 6,81 prosent i aksjeforvaltningen
- Periodeavkastning -1,13 prosent i renteforvaltningen
- Meravkastning 0,08 prosent
- Aksjeandel økt til 39 prosent
- To milliarder tilført fra pengemarkedsporteføljen
- To nye eksterne forvaltningsmandater

Petrobufferporteføljen

- Overført 82,4 milliarder kroner til Statens pensjonsfond – Utland
- Tilført 46,1 milliard kroner fra SDØE
- Tilført 16,2 milliarder kroner fra Norges Banks egne valutakjøp
- Markedsverdi 4,3 milliarder kroner pr. 31. mars
- Periodeavkastning -0,1 prosent målt i norske kroner

Investeringsporteføljens markedsverdi

Markedsverdien av investeringsporteføljen var ved utgangen av første kvartal på 212,7 milliarder kroner, noe som er en økning på 1,2 milliarder fra årsskiftet. Økningen i markedsverdi i første kvartal skyldes positiv avkastning på investerte midler målt i internasjonal valuta med 3,4 milliarder kroner, og at det ble tilført 2,0 milliarder fra pengemarkedsporteføljen. En sterkere kronekurs i forhold til de valutaer porteføljen er investert i reduserte verdien med 4,2 milliarder kroner. Endring i kronekursen har imidlertid ingen betydning for porteføljens internasjonale kjøpekraft.

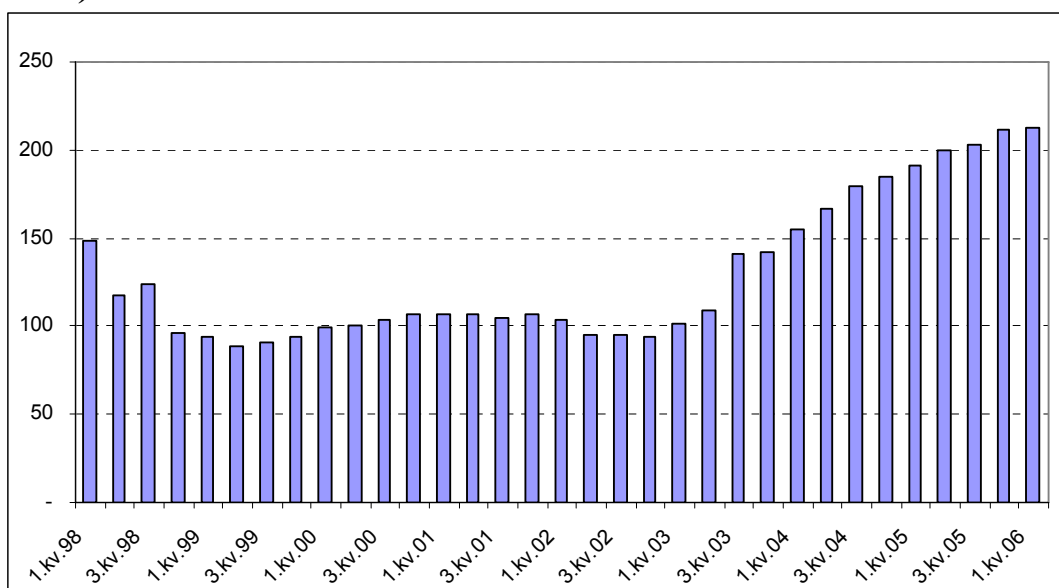
Tabell 4-1 viser markedsverdien ved de siste kvartalsskifter, og endringen i markedsverdi i første kvartal 2006 fordelt på tilførsel, avkastning i internasjonal valuta og endring i kronens internasjonale verdi.

Tabell 4-1: Investeringsporteføljens markedsverdi de siste kvartalsskifter, og endringen i markedsverdi i første kvartal 2006 (millioner kroner)

	Aksjeforvaltningen	Renteforvaltningen	Totalt
31. mar. 2005	58 232	132 761	190 993
30. juni 2005	61 529	137 989	199 519
30. sept. 2005	66 005	137 209	203 213
31. des 2005	70 669	140 817	211 486
Tilførsel	9 503	-7 500	2 003
Avkastning	4 947	-1 514	3 434
Endring i kroneverdi	-1 623	-2 629	-4 252
31. mar. 2006	83 495	129 174	212 670

Figur 4-1 viser utviklingen i porteføljens markedsverdi målt i norske kroner siden 1998.

Figur 4-1: Markedsverdien av investeringsporteføljen 1998 – 2006 (milliarder kroner)



Porteføljens avkastning

Investeringsporteføljen hadde i første kvartal 2006 en periodeavkastning på 1,62 prosent, målt i forhold til referanseporteføljens valutakurv, se tabell 4-2. Målt i norske kroner var totalavkastningen i første kvartal på –0,37 prosent. Lavere avkastning målt i norske kroner skyldes at kronen i løpet av kvartalet har blitt sterkere i forhold til valutaene i referanseporteføljen.

Tabell 4-2: Avkastningen av investeringsporteføljen (prosent). Faktisk portefølje og referanseportefølje i første kvartal 2006

	Avkastningen målt i referanseporteføljens valutakurv		Avkastningen målt i norske kroner		
	Faktisk portefølje	Referanseportefølje	Faktisk portefølje	Referanseportefølje	Meravkastning
Januar	0,96	0,92	1,04	0,99	0,04
Februar	0,41	0,37	0,90	0,86	0,04
Mars	0,25	0,25	-2,27	-2,27	0,00
Første kvartal	1,62	1,54	-0,37	-0,45	0,08

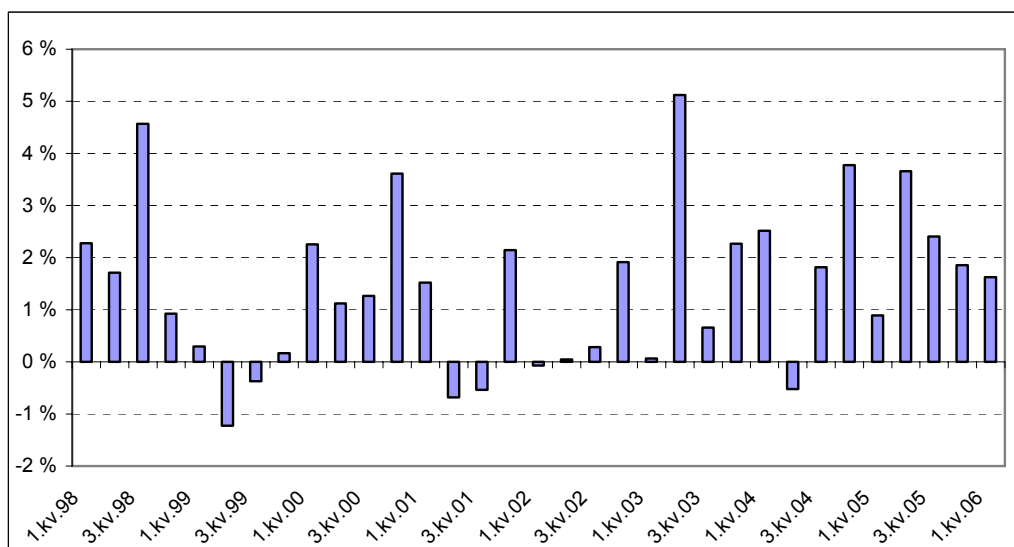
Brutto meravkastning i første kvartal var 0,08 prosentpoeng høyere enn den beregnede avkastningen på referanseporteføljen. Regnet som absolutt beløp utgjør meravkastningen 171 millioner kroner for første kvartal 2006. Det var i hovedsak den interne renteforvaltningen som bidro til meravkastningen, men det var også positivt bidrag fra den eksterne renteforvaltningen.

Det påløper transaksjonskostnader knyttet til økning av aksjeandelen fra 30 til 40 prosent. Transaksjonskostnadene påløper både ved salg av obligasjoner og ved kjøp av aksjer. Norges Bank har estimert de direkte og indirekte transaksjonskostnadene knyttet til innfasingen til 44,0 millioner kroner i første kvartal 2006. Dette utgjorde 0,46 prosent av det totale innfasingsbeløpet på 9,5 milliarder kroner. Referanseporteføljen er ikke justert for disse påførte transaksjonskostnadene. Dermed

er den målte meravkastningen lavere enn den ville ha vært uten kostnadene knyttet til innfasingen av nye midler.

Fra 1.1 1998 har den gjennomsnittlige kvartalsavkastningen målt i valuta vært 1,41 prosent. Figur 4-2 viser avkastningen hvert kvartal.

Figur 4-2: Kvartalsvis avkastning fra 1998 til 2006 i prosent, målt mot porteføljens valutakurv



Den prosentvise avkastningen av investeringsporteføljen fra og med 1998 er vist i tabell 4-3. Her er avkastningen regnet i forhold til porteføljens valutakurv. Til og med 2000 var hele porteføljen investert i stats- eller statsgaranterte obligasjoner, mens det siden 2001 også har vært aksjer i porteføljen og fra 2003 ikke-statsgaranterte obligasjoner. Tabellen viser at årlig netto realavkastning siden 1. januar 1998 har vært på 3,91 prosent, etter fradrag for prisstigning og forvaltningskostnader. Høyre kolonne i tabellen viser at brutto meravkastning i forhold til porteføljens referanseportefølje i gjennomsnitt har vært på 0,21 prosentpoeng pr. år siden 1.1.1998.

Tabell 4-3: Årlige avkastningsrater for investeringsporteføljen målt i porteføljens valutakurv (prosent pr. år)

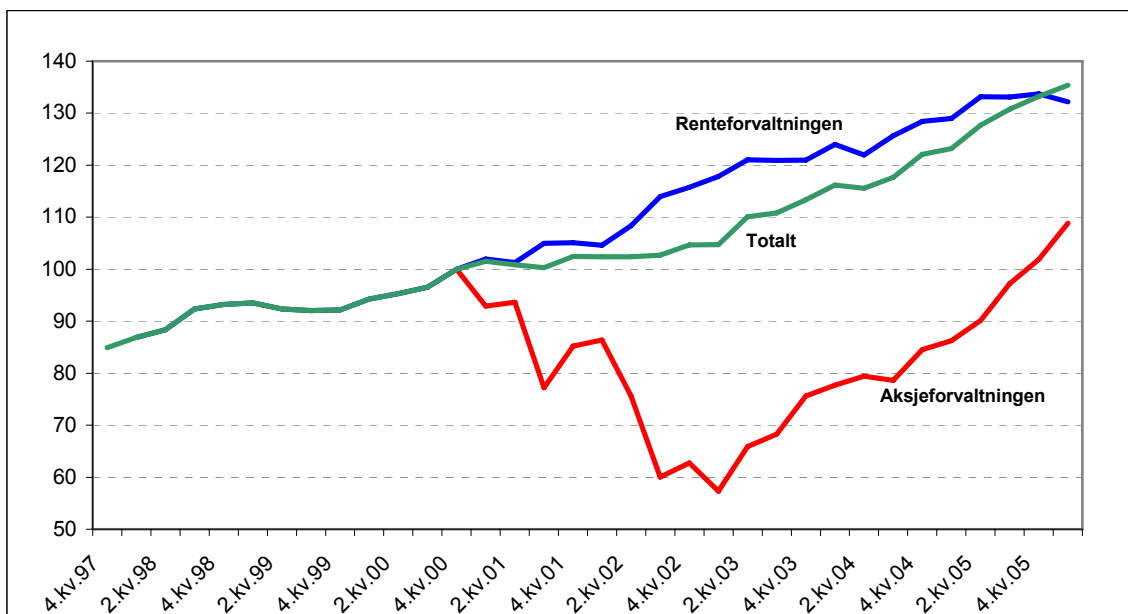
	Nominell årlig avkastning	Årlig prisvekst ¹⁰	Forvaltningskostnader	Årlig netto realavkastning	Årlig brutto meravkastning
Fra 01.01.98	5.81	1,77	0,06	3.91	0,21
Fra 01.01.99	5.28	1,88	0,06	3.27	0,24
Fra 01.01.00	6.34	1,97	0,07	4.22	0,26
Fra 01.01.01	5.94	1,94	0,07	3.85	0,29
Fra 01.01.02	6.78	2,09	0,07	4.53	0,33
Fra 01.01.03	8.24	2,10	0,06	5.94	0,33
Fra 01.01.04	8.22	2,37	0,06	5.65	0,23
Fra 01.01.05	8.59	2,34	0,06	6.05	0,34

¹⁰ Veid gjennomsnitt av konsumprisstigningen i de land som i vedkommende år inngår i porteføljens referanseportefølje.

Figur 4-3 viser akkumulert avkastning fra 1. januar 1998 for rente- og aksjeforvaltningen. For perioden samlet har den akkumulerte renteavkastningen vært på 52,2 prosent. Siden det første gang ble investert i aksjer i januar 2001, har den akkumulerte avkastningen vært på 32,2 prosent for renteforvaltningen og 8,8 prosent for aksjeforvaltningen.

Denne forskjellen i avkastning gir imidlertid ikke et godt uttrykk for lønnsomheten ved de to aktivaklassene. Investeringsporteføljen har vekslet om betydelige beløp fra obligasjoner til aksjer siden januar 2001. Aksjeandelen var ved utgangen av kvartalet nær 40 prosent. Markedsverdien på aksjebeholdningen ved utgangen av kvartalet var 13,0 prosent høyere enn den gjennomsnittlige kjøpskursen. Aksjeinvesteringene har således vært mer lønnsomme enn figur 4-3 kan gi inntrykk for.

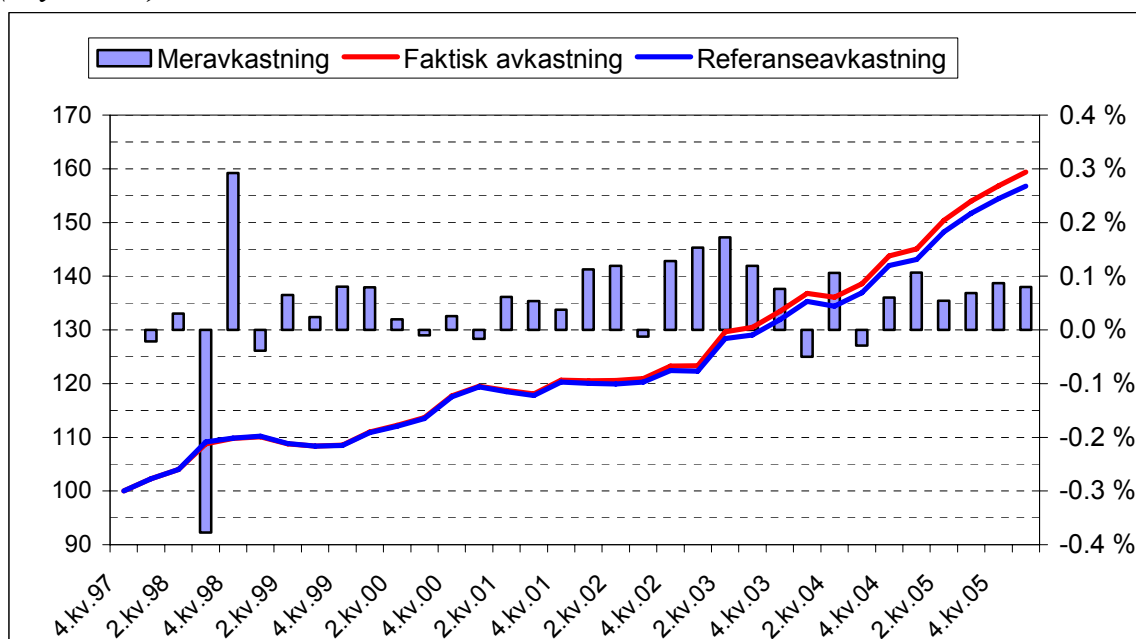
Figur 4-3: Indeks for akkumulert avkastning i aktivaklassene i investeringsportefølje, målt i porteføljens valutakurv (31.12.2000 = 100)



Den akkumulerte avkastningen fra 1. januar 1998 har vært på 59,4 prosent for den faktiske porteføljen og på 56,8 prosent for referanseporteføljen (figur 4-4). Forskjellen mellom de to avkastningstallene er den brutto meravkastningen som er oppnådd i forvaltningen; til sammen 2,6 prosentpoeng siden 1998.

I beløp har summen av oppnådd meravkastning vært på 2,0 milliarder kroner. Figuren viser også at det er oppnådd positiv meravkastning i 25 av de 33 kvartalene siden 1. januar 1998.

Figur 4-4: Indeks for akkumulert faktisk avkastning og referanseavkastning (31.12.1997=100, venstre akse) og kvartalsvis brutto meravkastning i prosentpoeng (høyre akse) 1998-2006



Renteforvaltningen

Markedsverdien av porteføljen falt med 11,6 milliarder i første kvartal til 129,2 milliarder kroner. Nedgangen skyldes i hovedsak at 7,5 milliarder av renteporteføljen ble omvekslet til aksjer. Negativ avkastning av renteinvesteringene og sterkere kronkurs bidro til verdinedgangen med henholdsvis 1,5 og 2,6 milliarder kroner. Endring i kronkursen har imidlertid ingen betydning for porteføljens internasjonale kjøpekraft.

Om lag 92 prosent av porteføljen forvaltes internt i Norges Bank med bruk av både utvidet indeksforvaltning, der hovedformålet er å oppnå markedeksponering i samsvar med referanseporteføljen, og aktive strategier med sikte på å oppnå meravkastning i forhold til referanseporteføljen.

I første kvartal 2006 er det overført midler til to nye eksterne forvaltningsoppdrag. Barclays Global Investors N.A. har fått tildelt et mandat for spesialisert forvaltning i USA, og Putnam Advisory Company LLC har fått tildelt et mandat for forvaltning i fremvoksende markeder.

Aksjeforvaltningen

Markedsverdien av aksjeporteføljen økte med 12,8 milliarder til 83,5 milliarder kroner ved utgangen av kvartalet. Porteføljen ble tilført til sammen 9,5 milliarder, avkastningen av aksjeinvesteringene var på 4,9 milliarder, mens en sterkere kronkurs bidro til å redusere verdien av porteføljen med 1,6 milliarder kroner. Endring i kronkursen har imidlertid ingen betydning for porteføljens internasjonale kjøpekraft.

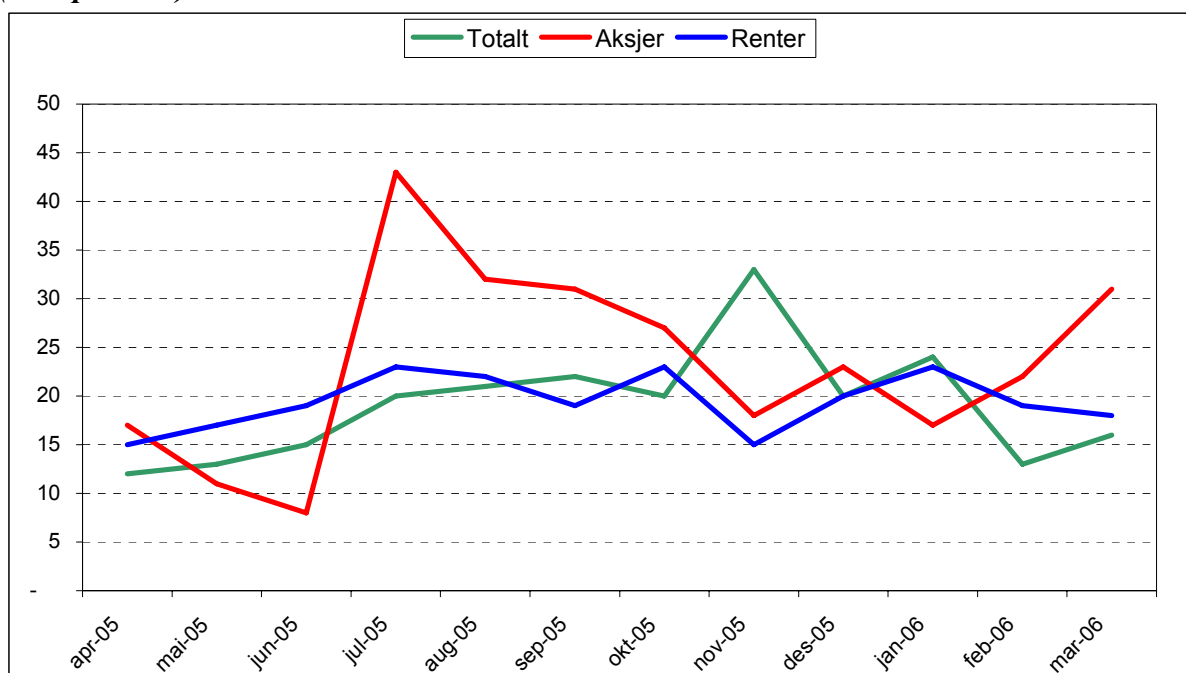
Ved utgangen av kvartalet forvaltes hele aksjeporteføljen internt i Norges Bank.

Markedsrisiko

Hovedstyrets retningslinjer definerer en grense for markedsrisikoen i den faktiske porteføljen i forhold til referanseporteføljen. Denne relative markedsrisikoen skal alltid være lavere enn 1,5 prosentpoeng forventet relativ volatilitet.

Figur 4-5 viser at den relative markedsrisikoen de siste 12 månedene har ligget godt innenfor den øvre grensen. Ved utgangen av kvartalet var forventet relativ volatilitet på 0,16 prosentpoeng.

Figur 4-5: Forventet relativ volatilitet ved hver månedslutt siste 12 måneder (basispunkter)



Informasjonsrate

Informasjonsraten er et mål på dyktighet i operativ forvaltning. Denne raten er forholdstallet mellom brutto meravkastning pr. år og relativ markedsrisiko (her målt som faktisk standardavvik for brutto meravkastning). Regnet fra 1. juli 1998 har den årlige gjennomsnittlige informasjonsraten (forholdstallet mellom brutto meravkastning og markedsrisiko) vært på 0,96.

Tabell 4-4 gir en historisk oversikt over informasjonsraten for fondet samlet og for hver aktivaklasse.

Tabell 4-4: Informasjonsrater

Periode	Porteføljen	Aksjer	Renter
Siste 12 måneder	3,42	1,03	3,27
Siden 2002	1,88	-0,47	2,92
Siden 1999	1,40	N.A.	2,03

Retningslinjer for forvaltningen

Tabell 4-5 gir en oversikt over risiko og eksponering i investeringsporteføljen ved utgangen av hvert kvartal det siste året. Hovedstyrets retningslinjer har vært oppfylt på ethvert tidspunkt i første kvartal.

Tabell 4-5: Risiko og eksponering

Risiko		Faktisk				
		31.03.05	30.06.05	30.09.05	31.12.05	31.03.06
Markedsrisiko (prosentpoeng)	Relativ volatilitet	0,13	0,15	0,22	0,31	0,16
Aktivafordeling (andel i prosent)	Obligasjoner	69,51	69,16	67,52	66,58	60,74
	Aksjer	30,49	30,84	32,48	33,42	39,26
Valutafordeling (andel i prosent)	Europa	53,50	49,14	49,32	48,56	50,00
	Amerika	37,84	40,53	39,90	39,79	36,58
	Asia/Oseania	8,66	10,33	10,78	11,65	13,42
Eierandel (prosent)	Største eierandel max 5%	1,03	0,33	0,45	0,97	0,68

Tabell 4-6 viser sammensetningen av obligasjonsporteføljen (renteporteføljen eksklusive kontanter) basert på kredittvurderingene til Moody's og Standard & Poor's (S&P). I tabellen er statsobligasjoner og statsgaranterte obligasjoner uten kredittvurdering gitt utstederlandets kredittvurdering.

Tabell 4-6: Obligasjonsporteføljen pr. 31.03.2006 fordelt etter kredittvurdering (prosent av markedsverdi)

Moody's		Standard & Poor's	
Karakter	Prosent av total	Karakter	Prosent av total
Aaa	56,05	AAA	53,65
Aa	17,25	AA	16,32
A	14,57	A	11,23
Baa	6,38	BBB	6,67
Ba	2,04	BB	2,55
Lavere rating	0,31	Lavere rating	0,31
Ingen rating	3,40	Ingen rating	9,27

Kostnader

Kostnadene i NBIMs forvaltning består dels av honorarer til eksterne forvaltere og depotinstitusjoner, og dels av Norges Banks interne driftskostnader. Medregnet avkastningsavhengige honorarer utgjorde samlede kostnader ved NBIMs forvaltning av investeringsporteføljen i første kvartal i 2006 29,8 millioner kroner, noe som tilsvarer 0,06 prosent av gjennomsnittlig portefølje (årsrate)

Petrobufferporteføljen

Tilførsler til petrobufferporteføljen og overføringer til Statens pensjonsfond – Utland i første kvartal 2006

Tabell 4-7 gir en oversikt over tilførsler til petrobufferporteføljen og overføringer til Statens pensjonsfond – Utland i første kvartal 2006. Fra SDØE fikk porteføljen tilført 46,1 milliarder kroner i løpet av kvartalet. I tillegg fikk porteføljen tilført valuta fra Norges Banks kjøp i markedet for til sammen 16,2 milliarder kroner i første kvartal

Overføringen til Pensjonsfondet var på 82,4 milliarder kroner i første kvartal 2006.

Tabell 4-7: Tilførsler til og overføringer fra petrobufferporteføljen i første kvartal 2006. Millioner kroner

Periode	Tilført fra SDØE	Valutakjøp i markedet	Overført til Pensjonsfondet	Overført til Investeringsporteføljen	Markedsverdi ved kvartals-/ månedsslutt
Januar	15 821	5 938	31 125	-	15 262
Februar	16 170	3 799	31 060	-	4 176
Mars	14 124	6 438	20 181	-	4 322
Første kvartal	46 115	16 175	82 366	-	-

Størrelse og avkastning

Ved utgangen av første kvartal 2006 var markedsverdien på petrobufferporteføljen 4,3 milliarder kroner sammenlignet med 24,1 milliarder kroner den 31. desember 2005. Petrobufferporteføljen hadde i første kvartal en avkastning på –0,1 prosent målt i norske kroner. I absolutt beløp tilsvarer dette 256 millioner kroner.

5. Statens petroleumsforsikringsfond

Hovedpunkter fra første kvartal 2006:

- Markedsverdi 13,8 milliarder kroner pr. 31. mars
- Periodeavkastning -0,71 prosent målt i internasjonal valuta
- Periodeavkastning -2,38 prosent målt i norske kroner
- Meravkastning 0,00 prosent
- Skadeutbetalinger for 29,6 millioner kroner

Fondets markedsverdi

Fondets internasjonale portefølje hadde ved utgangen av første kvartal 2006 en markedsverdi på 13,8 milliarder kroner. I tillegg hadde arbeidskontoen i norske kroner en saldo på 106,2 millioner kroner. Markedsverdiene av Petroleumsforsikringsfondets valutaporteføljer ved utgangen av 2006 fremgår av tabell 5-1.

Tabell 5-1: Markedsverdien av Petroleumsforsikringsfondet ved utgangen av hvert kvartal. Millioner kroner

	31.03.2005	30.06.2005	30.09.2005	31.12.2005	31.03.2006
EUR	7 072	7 096	7 036	7 038	6 906
GBP	2 059	2 123	2 098	2 120	2 073
USD	4 526	4 960	4 892	5 039	4 835
Total markedsverdi	13 657	14 179	14 026	14 197	13 814

Fondets avkastning

I første kvartal 2006 var Petroleumsforsikringsfondets avkastning -0,71 prosent målt i den valutakurv som svarer til sammensetningen av referanseporteføljen jf. tabell 5-2. Målt i norske kroner var avkastningen på -2,38 prosent. Forskjellen skyldes at kronen i løpet av kvartalet ble sterkere i forhold til de valutaslagene som inngår i referanseporteføljen. Den faktiske avkastningen var tilnærmet lik avkastningen på referanseporteføljen.

Tabell 5-2: Avkastningen for Statens petroleumsforsikringsfond i prosent

	Målt i referanseporteføljens valutakurv		Målt i norske kroner		
	Faktisk portefølje	Referanseportefølje	Faktisk portefølje	Referanseportefølje	Differanse
Januar	-0,17	-0,16	0,10	0,11	-0,01
Februar	0,19	0,19	0,42	0,41	0,01
Mars	-0,73	-0,74	-2,89	-2,90	0,01
Første kvartal	-0,71	-0,72	-2,38	-2,39	0,00

De faktiske avkastningstallene inneholder normale transaksjonskostnader forbundet med indeksering av porteføljen. Disse kostnadene tas ikke med ved beregning av

referanseavkastningen. Norges Bank anslår at de utgjør om lag 0,02 prosent av porteføljeverdien pr år. På den annen side inngår inntekter fra utlån av obligasjoner i de faktiske avkastningstallene, men ikke i referanseavkastningen. Utlånsvirksomheten drives både internt og gjennom enkelte av de eksterne depotinstitusjonene.

Forvaltningen

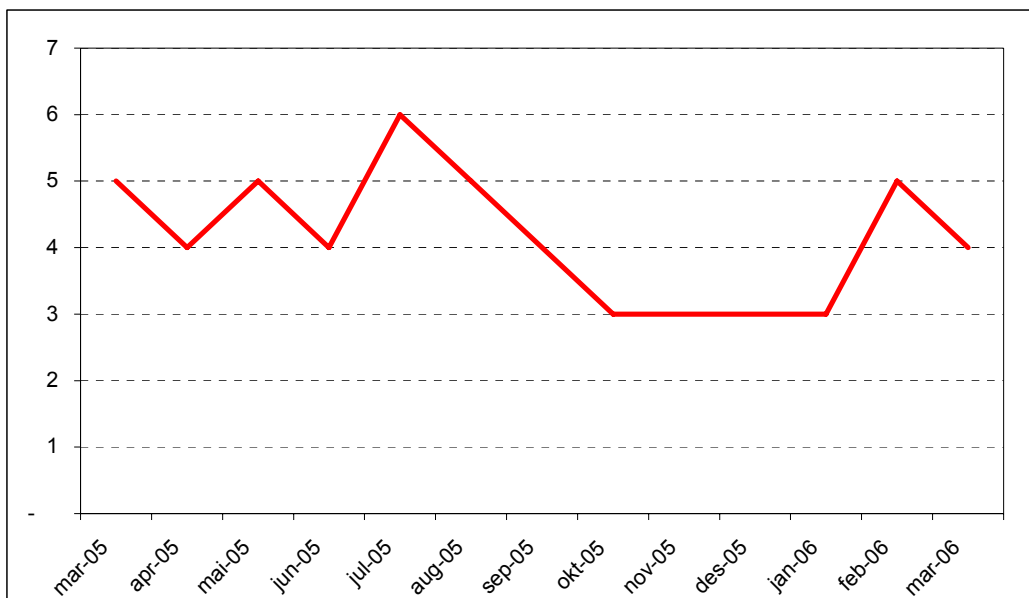
Hele porteføljen blir forvaltet internt i Norges Bank, og har hele tiden ligget svært nær referanseporteføljen. Porteføljen er i hovedsak investert i statsobligasjoner og andre obligasjoner som er inkludert i Lehman-indeksens delsektor for andre offentlige obligasjoner ("Government-related"). I tillegg er det adgang til å investere i tyske panteobligasjoner utstedt mot sikkerhet i lån tatt opp av offentlig sektor ("offentliche Pfandbriefe"), i kortsiktige pengemarkedsinstrumenter og i ikke-børsnoterte rentederivater.

I løpet av kvartalet ble det foretatt skadeutbetalinger for 29,6 millioner kroner. Arbeidskontoens saldo var ved utgangen av kvartalet på 106 millioner kroner.

Markedsrisiko

Olje- og energidepartementets retningslinjer fastsetter en grense for markedsrisikoen i den faktiske porteføljen i forhold til referanseporteføljen. Denne relative markedsrisikoen skal alltid være lavere enn 0,75 prosentpoeng relativ volatilitet. Den relative markedsrisikoen har gjennom hele første kvartal 2006 ligget godt innenfor den øvre grensen, jf. figur 5-1.

Figur 5-1: Forventet relativ volatilitet siste 12 måneder (målt i basispunkter, dvs hundredeler av et prosentpoeng)



Etter Olje- og energidepartementets retningslinjer skal gjennomsnittlig modifisert durasjon i hver valuta være 4 i referanseporteføljen og ikke høyere enn 5 i den faktiske

porteføljen samlet. Tabell 5-3 viser at kravet til durasjon også i første kvartal har vært oppfylt med god margin i hver av de valutaer fondet er investert i.

Tabell 5-3: Porteføljens modifiserte durasjon fordelt på valuta pr 31. mars 2006

Valuta	Faktisk portefølje	Referanseporteføljen
EUR	3,79	3,93
GBP	3,92	4,03
USD	4,12	4,04
SUM	3,92	3,98

Retningslinjer for forvaltningen

Tabell 5-4 gir en oversikt over de grenser for risikoeksponering som er fastsatt i forskriften og retningslinjene, og viser den faktiske tilpasning av porteføljen i forhold til grensene ved slutten av kvartalet. Det var ingen brudd på retningslinjene i første kvartal 2006.

Tabell 5-4: Forskriftens og retningslinjenes grenser for risikoeksponering

Risiko	Grenser	Faktisk				
		31.03.05	30.06.05	30.09.05	31.12.05	31.03.06
Markedsrisiko	Maksimalt 0,75 prosent-poeng relativ volatilitet	0,05	0,05	0,04	0,03	0,04
Renterisiko	Modifisert durasjon maks 5	3,86	3,87	3,91	3,93	3,92

Tabell 5-5 viser sammensetningen av obligasjonsporteføljen basert på kredittvurderingene til Moody's og Standard & Poor's. I tabellen er byråenes detaljerte inndeling slått sammen til hovedkarakterer, for eksempel ved at Moody's Aa inneholder både Aa1, Aa2 og Aa3. Videre er statsobligasjoner og statsgaranterte obligasjoner uten kredittvurdering gitt utstederlandets kredittvurdering.

Tabell 5-5: Porteføljen pr 31. mars 2006 fordelt etter kredittvurdering

Moody's		Standard & Poor's	
Karakter	Prosent av total markedsverdi	Karakter	Prosent av total markedsverdi
Aaa	72,63	AAA	64,73
Aa	24,98	AA	31,63
A	2,39	A	2,40
Ingen rating ¹¹	0	Ingen rating	1,24

Kostnader

Forvaltningsavtalen mellom Olje- og energidepartementet og Norges Bank fastsetter prinsippene for den godtgjøring Norges Bank skal motta for å utføre forvaltningen av Petroleumsforsikringsfondets portefølje. For 2006 ble det fastsatt en godtgjøringssats på 0,06 prosent av gjennomsnittlig markedsverdi av porteføljen. For første kvartal 2006 utgjorde påløpt godtgjøring 2,1 millioner kroner.

¹¹ Hvis et verdipapir har karakteren "ingen vurdering" fra Moody's, har det en godkjent vurdering fra ett av de to andre byråene (S&P eller Fitch). Det samme gjelder for S&P.

VEDLEGG:

Vedlegg 1: Regnskapsrapporter

1.1 Statens pensjonsfond - Utland

Tabell 1 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 2 viser bokført avkastning, som i første kvartal var på 2 503 millioner kroner før forvaltningsgodtgjøringen til Norges Bank trekkes fra.

Tabell 1: Pensjonsfondets internasjonale portefølje pr 31. mars 2006 fordelt på instrumenter (i millioner kroner)

	31.03.2005	31.12.2005	31.03.2006
Kortsiktige fordringer/gjeld inkl. innskudd i utenlandske banker	16 610	23 784	-3 436
Pengemarkedsplasseringer i utenlandske finansinstitusjoner mot sikkerhet i verdipapirer	428 782	558 979	556 186
Innlån fra utenlandske finansinstitusjoner mot sikkerhet i verdipapirer	-414 346	-438 717	-456 642
Utenlandske rentebærende verdipapirer	637 100	682 024	785 047
Utenlandske aksjer	427 486	576 683	603 624
Reguleringer av terminkontrakter og derivater	-5 441	-3 618	-775
Total portefølje før forvaltningsgodtgjøring¹²	1 090 191	1 399 135	1 484 004
Skyldig forvaltningsgodtgjøring	-278	-1 239	-386
Total portefølje	1 089 913	1 397 896	1 483 619

Poster utenfor balansen (i mill. kroner)	31.03.2005	31.12.2005	31.03.2006
Forpliktelser			
Derivater og terminkontrakter, solgt	596 179	798 223	933 480
Derivater og terminkontrakter, kjøpt	578 269	785 681	892 746
Rettigheter			
Opsjoner solgt	2 726	5 273	7 657
Opsjoner kjøpt	15 685	8 578	36 675

Det er en mindre forskjell i markedsverdi mellom avkastnings- (jfr tabell 3-1) og regnskapsrapportering pr. 31.03.06. Dette skyldes bl.a. regnskapsmessige avsetninger og forskjellig verddivurderingsmetode for pengemarkedsplasseringer.

¹² Den regnskapsmessige valutakursreguleringen i tabellen ovenfor er beregnet med utgangspunkt i Pensjonsfondets faktiske sammensetning. Inntekter og kostnader er omregnet etter kursen på transaksjonstidspunktet, og eiendeler og gjeld er omregnet til gjeldende markedskurs ved slutten av måneden. Denne størrelsen vil være forskjellig fra den beregnede valutakurseffekten i avkastningsmålingen. Valutakurseffekten i avkastningsmålingen er beregnet med utgangspunkt i referanseporteføljens valutasammensetning ved inngangen til hver måned og tilhørende valutakursendringer.

Inntekter og kostnader i valuta er i tabell 2 omregnet til norske kroner etter kursen på transaksjonstidspunktet og periodisert i henhold til regnskapsprinsippet.

Tabell 2: Bokført avkastning av Pensjonsfondets internasjonale portefølje pr 31. mars 2006 (i millioner kroner)

	31.03.2005	31.12.2005	31.03.2006
Rentelementer	6 746	27 815	8 010
Dividende	2 154	10 309	3 024
Valutakursreguleringer	16 057	33 610	-27 447
Urealisert verdipapirtap/gevinst	-10 332	36 521	-8 444
Realisert verdipapirtap/gevinst	12 786	49 908	23 224
Kurtasje	-9	-19	-17
Gevinst/tap futures	49	1 250	369
Gevinst opsjoner	-3	0	56
Gevinst/tap aksjebytteavtaler	14	1 239	758
Gevinst/tap rentebytteavtaler	500	1 756	2 970
Bokført avkastning på plasseringer	27 964	162 388	2 503
Påløpt forvaltningsgodtgjøring	-278	-1 239	-386
Netto avkastning	27 685	161 149	2 118

1.2 Investeringsporteføljen

Tabell 1: Investeringsporteføljen pr 31. mars 2006 fordelt på instrumenter (i millioner kroner)

	31.03.2005	31.12.2005	31.03.2006
Kortsiktige fordringer/gjeld inkl. innskudd i utenlandske banker	-578	-9 159	-4 353
Pengemarkedsplasseringer i utenl. finansinst.mot sikkerhet i verdipapirer	43 447	66 211	69 274
Innlån fra utenlandske finansinstitusjoner mot sikkerhet i verdipapirer	-64 898	-61 002	-67 157
Utenlandske rentebærende papirer	154 954	146 676	134 460
Utenlandske aksjer	58 001	70 615	84 461
Regulering av terminkontrakter og derivater	-914	-377	175
Total portefølje	190 012	212 962	¹³ 216 860

Poster utenfor balansen	31.03.2005	31.12.2005	31.03.2006
Forpliktelser			
Derivater og terminkontrakter, solgt	96 294	137 043	179 303
Derivater og terminkontrakter, kjøpt	87 008	136 662	157 815
Rettigheter			
Opsjoner solgt	487	759	4 973
Opsjoner kjøpt	3 234	1 448	7 901

¹³ Det er en forskjell i markedsverdi mellom avkastnings- (jfr tabell 4-1) og regnskapsrapportering pr. 31.03.06. Dette skyldes i hovedsak en uoppgjort overførsel mellom investeringsporteføljen og petrobufferporteføljen.

Tabell 2: Bokført avkastning av investeringsporteføljen pr 31. mars 2006 (i millioner kroner)

Avkastning Investeringsporteføljen	31.03.2005	31.12.2005	31.03.2006
Renteelementer	1 441	5 067	1 431
Dividende	325	1 467	424
Valutakursreguleringer	3 110	5 570	-3 970
Urealisert verdipapirgevinst/tap	-1 401	5 318	-1 186
Realisert verdipapirgevinst/tap	1 516	5 390	1 762
Kurtasje	-2	-3	-1
Gevinst/tap futures	-113	-145	91
Gevinst/tap opsjoner	-1	-3	8
Gevinst/tap aksjebytteavtaler	-4	-13	8
Gevinst/tap rentebytteavtaler	-46	440	619
Andre driftskostnader	-16	-44	-14
Netto avkastning	4 807	23 046	-828

1.3 Statens petroleumsforsikringsfond

Tabell 1: Petroleumsforsikringsfondets internasjonale portefølje pr 31. mars 2006 fordelt på instrumenter (i tusen kroner)

	31.03.2005	31.12.2005	31.03.2006
Kortsiktige fordringer/gjeld inkl. innskudd i utenlandske banker	24 092	32 040	-292 689
Pengemarkedsplasseringer i utenl. finansinst.mot sikkerhet i verdipapirer	2 708 815	2 854 221	2 888 074
Innlån fra utenlandske finansinstitusjoner mot sikkerhet i verdipapirer	0	0	0
Utenlandske rentebærende papirer	10 985 416	11 312 548	11 265 328
Regulering av terminkontrakter og derivater	-960	-983	-1 215
Total portefølje før forvaltningsgebyr	13 715 763	14 197 825	13 859 498
Skyldig forvaltningsgodtgjøring	-2 022	-8 222	-2 141
Total portefølje	13 715 342	14 189 603	13 857 357

Poster utenfor balansen (hele tusen)	31.03.2005	31.12.2005	31.03.2006
Derivater og terminkontrakter, solgt	1 148 140	1 149 753	804 257
Derivater og terminkontrakter, kjøpt	1 180 008	1 148 770	803 043

Tabell 2: Bokført avkastning av Statens petroleumsforsikringsfond pr 31. mars 2006 (i tusen kroner)

	31.03.2005	31.12.2005	31.03.2006
Rentelementer	137 528	559 657	150 514
Valutakursreguleringer	215 210	325 078	-238 604
Urealisert verdipapirgevinst/tap	-71 072	-18 437	-247 371
Realisert verdipapirgevinst/tap	17 194	16 017	-2 778
Andre driftskostnader	-1	-6	5
Netto avkastning	298 858	882 309	-338 235
Påløpt forvaltningsgodtgjøring	-2 022	-8 222	-2 141
Netto avkastning	296 836	874 087	-340 376

Vedlegg 2: Mandat og referanseportefølje

1. Statens pensjonsfond - utland

Statens pensjonsfond ble opprettet av Stortinget ved lov av 20. desember 2005. Fondet består av to deler: Statens pensjonsfond - Utland (tidligere Statens petroleumsfond, etablert i 1990) og Statens pensjonsfond - Norge (Folketrygdfondet, etablert i 1967).

Statens pensjonsfond – Utland er en videreføring av Statens petroleumsfond. Samtidig som Statens pensjonsfond ble opprettet 1. januar 2006, endret Finansdepartementet retningslinjene for forvaltningen av fondet. De viktigste endringene var økt maksimal eierandel i aksjeselskaper til 5 prosent (tidligere 3 prosent), opphevelse av minimum kredittvurdering for selskapsobligasjoner (tidligere krav om minimum BBB ”investment grade”) og at råvarebaserte kontrakter og fondsandeler er tillatt for investeringer.

Finansdepartementet har vedtatt etiske retningslinjer for fondets investeringer. Det etiske grunnlaget skal fremmes gjennom tre virkemidler; *eierskapsutøvelse* for å fremme langsiktig finansiell avkastning, *negativ filtrering* og *uttrekk av selskaper* for å unngå å medvirke til uakseptable brudd på grunnleggende etiske normer. Norges Bank har ansvaret for eierskapsutøvelsen, i samsvar med departementets retningslinjer. Hovedstyret i Norges Bank har vedtatt prinsipper for denne eierskapsutøvelsen. Regjeringen har oppnevnt et etikkråd som skal gi tilrådning til Finansdepartementet om negativ filtrering og uttrekk av selskaper. Departementet fatter endelig vedtak om uttrekk av selskaper og gir instruks om dette til Norges Bank. Ingen selskaper ble trukket ut av fondet i første kvartal 2006.

Finansdepartementet har delegert den operative forvaltningen av Statens pensjonsfond - Utland til Norges Bank. Mandatet for forvaltningen er presisert i forskrift og skriftlige retningslinjer fra departementet. Det er dessuten inngått en forvaltningsavtale som ytterligere regulerer forholdet mellom Finansdepartementet som oppdragsgiver og Norges Bank som operativ forvalter. Retningslinjer og forvaltningsavtale er tilgjengelig på Norges banks nettsted.

Norges Bank skal etter forskriften søke å oppnå høyest mulig avkastning gitt de begrensninger som følger av forskriften. Bankens strategi for å oppnå meravkastning er presentert i tidligere årsberetninger. Finansdepartementet holdes orientert om forvaltningen gjennom kvartals- og årsrapporter, som også offentliggjøres.

Finansdepartementet har angitt spesifiserte land og valutaer som inngår i fondets referanseportefølje. Referanseporteføljen består av konkrete aksjer og rentebærende verdipapirer og gjenspeiler oppdragsgiverens investeringsstrategi for Pensjonsfondet. Den er et viktig utgangspunkt for å styre risikoen i den operative forvaltningen og for å vurdere resultatene av Norges Banks forvaltning.

Referanseportefølje pr 31. mars 2006 (i prosent)

Land for aksjereferansen Valuta for rentereferansen	Aksjer		Renteinstrumenter	
	Strategisk referanseportefølje	Faktisk referanseportefølje	Strategisk referanseportefølje	Faktisk referanseportefølje
Vekt aktivaklasser	40,0	40,9	60,0	59,1
Belgia		0,8		
Finland		1,0		
Frankrike		8,0		
Hellas		0,5		
Irland		0,6		
Italia		3,3		
Nederland		2,8		
Portugal		0,3		
Spania		3,1		
Tyskland		5,7		
Østerrike		0,3		
<i>Euro-området (EUR)</i>		26,2		44,5
Storbritannia (GBP)		17,1		8,5
Danmark (DKK)		0,5		0,6
Sveits (CHF)		4,9		0,5
Sverige (SEK)		1,0		1,0
Sum Europa	50,0	50,7	55,0	55,2
USA (USD)		33,3		32,9
Brasil		0,7		
Canada (CAD)		2,1		2,0
Mexico		0,4		
Sør-Afrika		0,7		
Sum Amerika / Midt-Østen / Afrika			35,0	34,8
Australia (AUD)		1,6		0,4
Hong Kong		0,9		
Japan (JPY)		7,4		9,1
New Zealand (NZD)		0,0		0,1
Singapore (SGD)		0,3		0,4
Sør-Korea		1,1		
Taiwan		0,8		
Sum Asia / Oseania			10,0	10,0
Sum Amerika / Midt-Østen / Afrika / Asia / Oseania	50,0	49,3		

Den strategiske referanseporteføljen for fondet er satt sammen av FTSEs aksjeindekser for store og mellomstore selskaper i 27 land og av Lehman Global Aggregate og Lehman Global Real renteindekser i valutaene til 21 land. Aksjer utgjør 40 prosent av den strategiske referanseporteføljen, mens rentebærende instrumenter utgjør 60 prosent. Innenfor aksjedelen av referansen utgjør aksjer notert på børser i Europa 50 prosent og Amerika/Asia/Oseania/Afrika 50 prosent. Innenfor rentedelen er andelene 55 prosent i Europa, 35 prosent i Amerika og 10 prosent i Asia/Oseania.

Aktivaklasse- og regionvektene endres fortløpende som følge av endringer i markedsprisene på de papirer som inngår i referanseporteføljen. De månedlige tilførsene til Pensjonsfondet skal brukes til å bringe aktivaklasse- og regionvektene så langt tilbake mot de opprinnelige vektene som mulig, men ikke slik at det blir nødvendig å selge noe fra den eksisterende porteføljen. Dermed kan det også etter tilførsel av nye midler bli noe forskjell mellom den strategiske referanseporteføljen beskrevet ovenfor og den faktiske referanseporteføljen. Den siste er det løpende grunnlaget for risikostyringen og resultatmålingen i Pensjonsfondet.

Dersom den faktiske referanseporteføljen over tid ligger for langt fra den strategiske referanseporteføljen, utløses full rebalansering. Det ble ikke gjennomført slik rebalansering i første kvartal 2006.

Vektene i den faktiske referanseporteføljen den 31. mars 2006 er vist i tabellen ovenfor. Vektene i rentereferansen gjelder den valuta verdipapirene lyder på. Det er derfor ikke oppgitt andeler for hvert land innenfor euroområdet.

2. Norges Banks valutareserver - investeringsporteføljen

Valutareservene skal kunne benyttes til intervensjoner i valutamarkedet som ledd i gjennomføringen av pengepolitikken eller ut fra hensynet til finansiell stabilitet. Reservene er delt inn i en pengemarkedsportefølje og en investeringsportefølje. I tillegg inngår det en petrobufferportefølje som skal samle opp de løpende kjøpene av valuta til Statens pensjonsfond – Utland. I Norges Bank forvaltes investeringsporteføljen og petrobufferporteføljen av Norges Bank Investment Management (NBIM), mens pengemarkedsporteføljen forvaltes av Norges Bank Pengepolitikk (PPO).

Norges Banks hovedstyre fastsetter retningslinjer for forvaltningen av valutareservene, og har delegert til sentralbanksjefen å gi utfyllende regler. Norges Bank Investment Management (NBIM) forvalter investeringsporteføljen i samsvar med retningslinjer fastsatt av hovedstyret og sentralbanksjefen. Hovedstyrets retningslinjer er tilgjengelige på Norges Banks nettsted. Hovedstyret vedtok i november 2005 å øke aksjeandelen i investeringsporteføljen fra 30 til 40 prosent. Innfasingen av økt aksjeandel pågikk gjennom første kvartal og ble avsluttet 30. april 2006. Med virkning fra 1. januar 2006 vedtok hovedstyret at den maksimale eierandelen i et enkelt selskap skal være 5 prosent mot tidligere 3 prosent.

Det er en særskilt rapportering til hovedstyret dersom eierpostene i valutareservene og Statens pensjonsfond – utland samlet overstiger 5 prosent. Hovedstyret har fastsatt felles retningslinjer for utøvelse av eierskap i de to fondene og videre at selskaper som Finansdepartementet har besluttet å trekke ut fra pensjonsfondet også skal trekkes ut fra valutareservene. Ingen selskaper ble trukket ut i første kvartal 2006.

Den strategiske referanseporteføljen for Investeringsporteføljen er satt sammen av FTSEs aksjeindekser for store og mellomstore selskaper i 27 land og av Lehman Global Aggregates renteindekser i valutaene til 18 land. Aksjer utgjør 40 prosent av den strategiske referanseporteføljen, mens rentebærende instrumenter utgjør 60 prosent. Innenfor aksjedelen av referansen utgjør aksjer notert på børser i Europa 50 prosent, Amerika /Afrika 35 prosent og Asia/Oseania 15 prosent. Innenfor rentedelen er andelen 58 prosent i Europa, 37 prosent i Amerika og 5 prosent i Asia/Oseania.

Referanseportefølje pr 31. mars 2006 (i prosent)

Land for aksjereferansen Valuta for rentereferansen	Aksjer		Renteinstrumenter	
	Strategisk referanseportefølje	Faktisk referanseportefølje	Strategisk referanseportefølje	Faktisk referanseportefølje
Vekt aktivklasser	40,0	39,3	60,0	60,7
Belgia		0,8		
Finland		1,0		
Frankrike		7,9		
Hellas		0,5		
Irland		0,6		
Italia		3,3		
Nederland		2,7		
Portugal		0,3		
Spania		3,1		
Tyskland		5,6		
Østerrike		0,3		
<i>Euro-området (EUR)</i>		<i>26,0</i>		<i>45,7</i>
Storbritannia (GBP)		17,0		8,5
Danmark (DKK)		0,5		0,7
Sveits (CHF)		4,9		0,6
Sverige (SEK)		1,9		1,0
Sum Europa	50,0	50,3	58,0	56,5
USA (USD)		31,5		35,5
Brasil		0,7		
Canada (CAD)		2,0		2,3
Mexico		0,4		
Sør-Afrika		0,7		
Sum Amerika / Midt-Østen / Afrika	35,0	35,2	37,0	37,8
Australia (AUD)		1,9		0,3
Hong Kong		1,0		
Japan (JPY)		8,9		5,3
New Zealand (NZD)		0,1		
Singapore (SGD)		0,3		
Sør-Korea		1,3		
Taiwan		0,9		
Sum Asia / Oseania	15,0	14,5	5,0	5,6

Vektene i den faktiske referanseporteføljen den 31. mars 2006 er vist i tabellen nedenfor. Vektene i rentereferansen gjelder den valuta verdipapirene lyder på. Det er derfor ikke oppgitt andeler for hvert land innenfor euroområdet.

3. Statens petroleumsforsikringsfond

Etter loven om Statens petroleumsforsikringsfond forestår Norges Bank den operative forvaltningen. Mandatet for forvaltningen er presisert i forskrift og skriftlige retningslinjer fra Olje- og Energidepartementet. Det er dessuten inngått en forvaltningsavtale som ytterligere regulerer forholdet mellom departementet som oppdragsgiver og Norges Bank som operativ forvalter. Retningslinjer og forvaltningsavtale er tilgjengelig på Norges banks nettsted.

Olje- og energidepartementet har fastsatt en strategisk referanseportefølje for fondet. Denne referanseporteføljen består av 50 prosent euro, 15 prosent britiske pund og 35 prosent amerikanske dollar. Referanseindeksen består av Lehman Global Aggregate Treasury (statsobligasjonsindekser) for de tre valutaene, samt et pengemarkedsinnskudd for å vekte renterisikoen målt ved modifisert durasjon i hver valuta til 4. I løpet av året varierer valutavektene med markedsutviklingen, men settes ved inngangen til juli måned hvert år tilbake til de strategiske valutavektene.

Tabellen nedenfor viser valutavektene i fondets strategiske og faktiske referanseportefølje pr. 31. mars 2006.

Referanseporteføljen pr 31. mars 2006 (i prosent)

Valuta	Strategisk referanseportefølje	Faktisk referanseportefølje
Euro	50,0	50,0
GBP	15,0	15,0
USD	35,0	35,0
Sum	100,0	100,0

4. Selskaper som er utelukket fra investeringsuniverset

Finansdepartementet har i henhold til de etiske retningslinjene for Statens pensjonsfond – Utland besluttet at til sammen 17 selskaper fra fondets investeringsunivers. Beslutningene var basert på anbefalinger fra Etikkrådet. Bakgrunnen for uttrekkene er nærmere omtalt i pressemeldinger fra departementet. Tilrådingene fra Rådet er gjengitt på www.etikkradet.no. Tabellen nedenfor gir en oversikt over de selskaper som er utelukket fra fondet. De samme selskaper er også utelukket fra investeringsuniverset til Norges Banks valutaeserver.

Selskaper som Finansdepartementet har utelukket fra investeringsuniverset

Dato	Årsak	Selskap
26. april 2002	Produksjon av antipersonell landminer	Singapore Technologies, Singapore
31. mai 2005	Kartlegging av petroleumsforekomster utenfor Vest-Sahara	Kerr-McGee Corporation, U.S.A.
31. august 2005	Produksjon av sentrale komponenter til klasebomber	Alliant Techsystems Inc., U.S.A. EADS Company N.V., Nederland EADS Finance B.V., Nederland General Dynamics Corporation, U.S.A. L-3 Communications Holdings Inc., U.S.A. Lockheed Martin Corporation, U.S.A. Raytheon Company, U.S.A. Thales SA, Frankrike
31. desember 2005	Involvert i produksjon av kjernevåpen	BAE Systems Plc, Storbritannia Boeing Company, U.S.A. Finmeccanica SpA, Italia Honeywell International Inc., U.S.A. Northrop Grumman Corp., U.S.A. Safran SA, Frankrike United Technologies Corp., U.S.A.

Vedlegg 3: Metodegrunnlag for beregning av transaksjonskostnader

Avkastningsberegningene følger internasjonalt anerkjente standarder.

Alle finansielle instrumenter blir verdsatt til markedspriser og hovedregelen er at indeksleverandørenes priser benyttes for papirer som inngår i referanseindeksene¹⁴. For aksjer og rentepapirer som ikke inngår i referanseindeksen benyttes Bloomberg som prisingskilde. I tillegg blir enkelte rentederivater priset av prisleverandøren Reech samt at for enkelte aksjemarkeder benyttes priser direkte fra de lokale børsene.

I beregningene er rentekostnader/-inntekter, aksjeutbytte og kildeskatt periodisert. For inngåtte ikke oppgjorte transaksjoner benyttes handledato for periodisering.

Innbetalinger til Fondet og overføringer mellom aksje- og renteporteføljene gjøres siste virkedag i hver måned. Avkastningen for hver måned kan da beregnes ved å se på månedlige endringer i markedsverdi, justert for inn- og utbetalinger. 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.

¹⁴ Lehman Global Aggregate (LGA) og FTSE for henholdsvis renter og aksjer.

Avkastningen beregnes både i norske kroner og i lokal valuta. Avkastningen i norske kroner beregnes på grunnlag av markedsverdier i lokal valuta omregnet til norske kroner ved å benytte WM/Reuters valutakurser¹⁵.

Avkastningen målt i lokal valuta fremkommer ved å kalkulere den geometriske differansen mellom fondets avkastning målt i norske kroner og valutakurvens avkastning. Valutakurvens innhold tilsvarer referanseporteføljens valutavekter og avkastningen forteller hvor mye kronen har styrket/svekket seg målt mot referanseporteføljens valutafordeling.

Differanseavkastningen fremkommer som en aritmetisk differanse mellom den faktiske porteføljen og referanseporteføljen.

Avkastningsberegningene utføres i et eget system som avstemmes mot regnskapssystemet. Avvik i markedsverdi mellom avkastningsmodellene og regnskapet forekommer i hovedsak på grunn av ulike vurderingsprinsipper for pengemarkedsplasseringer. I regnskapet blir det dessuten foretatt avsetninger til dekning av godtgjøringen til Norges Bank samt opptjente ikke innbetalte inntekter fra utlån av verdipapirer.

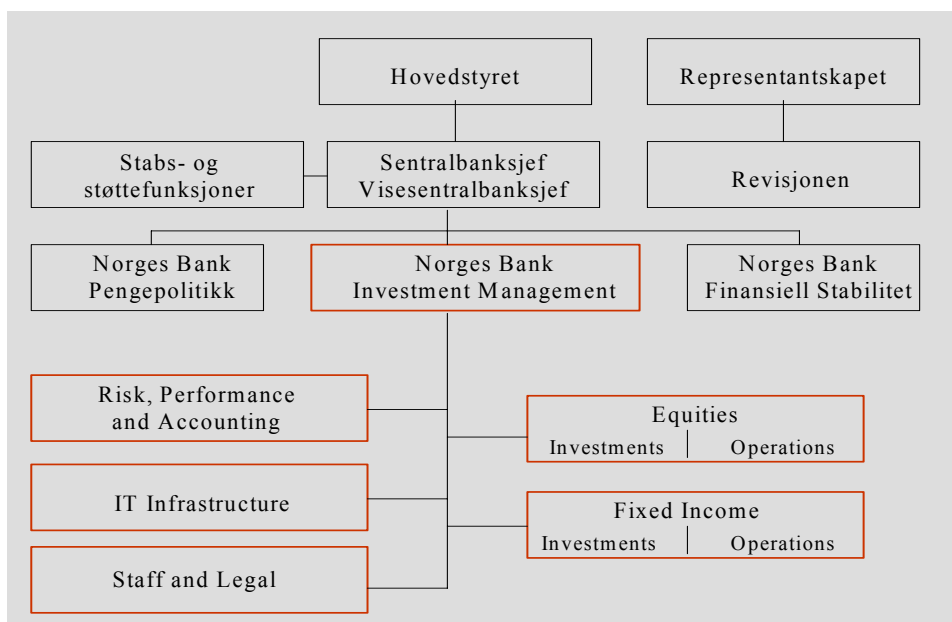
Vedlegg 4: Definisjon av forventet relativ volatilitet

Finansdepartementets grense for relativ markedsrisiko i forvaltningen av Fondet er satt i forhold til 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 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. Gitt en forventet relativ volatilitet på 1,5 prosentpoeng eller 150 basispunkter vil faktisk avkastning på porteføljen i to av tre år ventelig vil avvike med mindre enn 1,5 prosentpoeng fra referanseavkastningen.

Vedlegg 5: Om Norges Bank Investment Management (NBIM)

Norges Bank Investment Management (NBIM) er et eget virksomhetsområde i Norges Bank. Lederen for NBIM rapporterer til sentralbanksjefen. Hovedstyret har det overordnede ansvaret for virksomheten i Norges Bank (jf. organisasjonskartet). Representantskapet er bankens tilsynsorgan og vedtar bankens budsjett. Norges Banks revisjon rapporterer til representantskapet og utfører den løpende revisjonen av kapitalforvaltningen. Riksrevisjonen har ansvaret for den overordnede revisjonen av Statens pensjonsfond – Utland og Statens petroleumsforsikringsfond og bygger sitt arbeid på blant annet materialet fra Norges Banks revisjon.

¹⁵ WM/Reuter Closing Spot Rates, fastsettes klokken 16:00 London tid.



Hovedstyret fastsetter hovedrammer for virksomheten i NBIM gjennom beslutninger om virksomhetens strategiplaner. Strategiplanen er treårig, og revideres hvert annet år. Hovedmålene for perioden 2005-2007 er å oppnå en årlig meravkastning på minst 0,25 prosentpoeng ved aktiv forvaltning og å sikre høy tillit til forvaltningen hos kunder og i allmennheten. Bak målene for virksomheten ligger en erkjennelse av at Norges Bank forvalter betydelige midler for det norske samfunn.

NBIM er organisert ved egne forretningsområder for henholdsvis aksje- og renteforvaltning. Lederne for aksje- og renteforvaltningen har innenfor sin del av forvaltningen ansvar for alle porteføljeinvesteringer og resultater, strategisk planlegging og kostnadsstyring. I hvert av forretningsområdene er det en Chief Operating Officer med ansvar for støttefunksjoner, transaksjonsgjennomføring og IT-systemer. Disse rapporterer både til de respektive lederne for forretningsområdene, og til lederen for NBIM. I tillegg er tre avdelinger organisasjonsmessig utenfor og uavhengig av forretningsområdene med direkte rapportering til leder av NBIM. Disse avdelingene har ansvar for risikomåling, avkastningsmåling, regnskapsføring, kontroll med investeringsretningslinjer, forhandling av juridiske avtaler, personalpolitikk, IT-policy og administrative fellesfunksjoner. Ved utgangen av mars 2006 hadde NBIM 130 fast ansatte medarbeidere.