

# NBIM forvaltningsrapport

## 1. kvartal 2007

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, 22. mai 2007

Norges Bank Investment Management

05/200

ISSN 0809-9650



## Innholdsfortegnelse

1. Innledning og hovedtall	5
2. Markedsutviklingen	10
3. Statens pensjonsfond – Utland	15
4. Norges Banks valutareserver	28
• Investeringsporteføljen	
• Petrobufferporteføljen	
5. Statens petroleumsforsikringsfond	36
Vedlegg:	39
• Regnskapsrapporter	
• Mandat og referanseportefølje	
• Metodegrunnlag for beregning av transaksjonskostnader	
• Definisjon av markedsrisiko	
• Om Norges Bank Investment Management (NBIM)	



# 1. Innledning og hovedtall

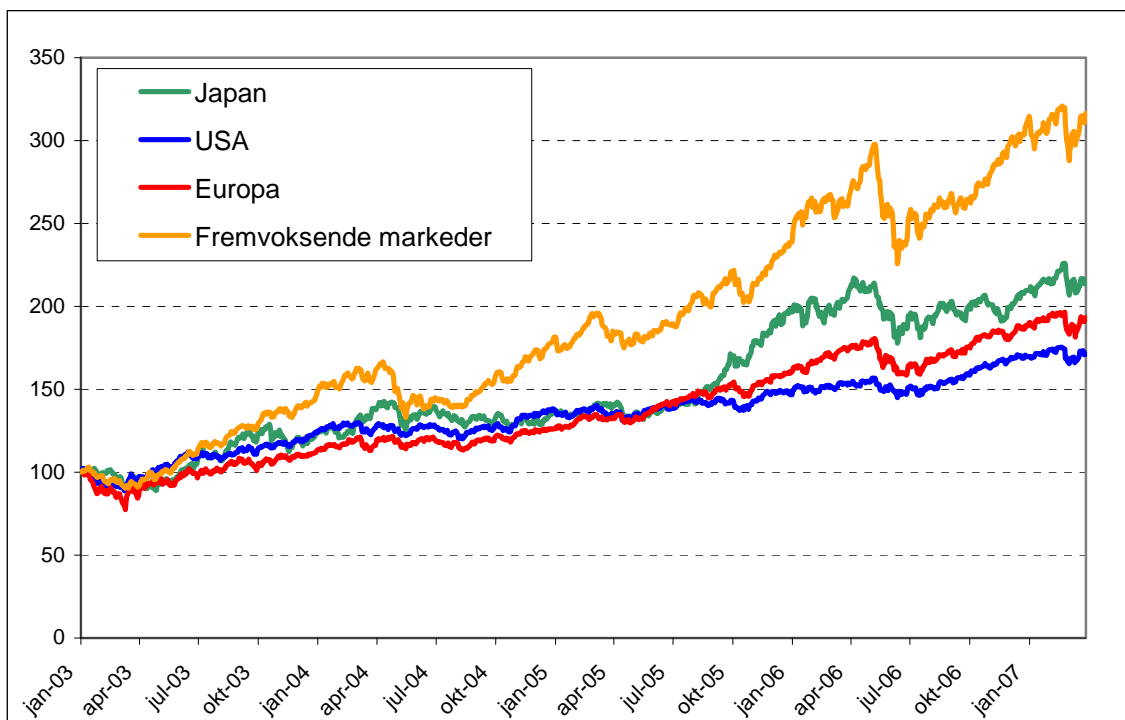
## 1.1 Kursoppgang i kapitalmarkedene

Kursoppgangen i kapitalmarkedene bidro til positiv avkastning for alle porteføljer som NBIM forvalter. Både Statens pensjonsfond – Utland og investeringsporteføljen i Norges Banks valutareserver hadde en positiv avkastning på mellom 1,4 og 1,5 prosent målt i valutakurven i første kvartal. Statens petroleumsforsikringsfond, som bare investeres i renteinstrumenter, hadde en avkastning på 0,8 prosent.

Kursoppgangen i de internasjonale aksjemarkedene fortsatte i første kvartal 2007. Den sterke kursutviklingen ble imidlertid avbrutt av kursnedgang i slutten av februar. Korreksjonen var langt mindre enn i mai 2006, og kursene falt med omlag seks prosent før markedene snudde. Ved utgangen av kvartalet var kursnivået i alle hovedmarkedene høyere enn ved årsskiftet. Prisen på olje og andre råvarer steg i løpet av kvartalet, og det var selskaper innen råvaresektoren som hadde den sterkeste kursutviklingen. Med unntak av IT-sektoren var det positiv kursutvikling i alle industrisektorene. Det var også kursoppgang i obligasjonsmarkedene i første kvartal.

De siste fire årene har vært preget av en sterk kursutvikling i de internasjonale aksjemarkedene (jf figur 1-1). Fra inngangen til 2003 har markedsavkastningen i Japan, Europa og USA vært henholdsvis 114, 93, og 71 prosent. En børskursindeks bestående av 24 fremvoksende markeder har i samme periode økt med 216 prosent.

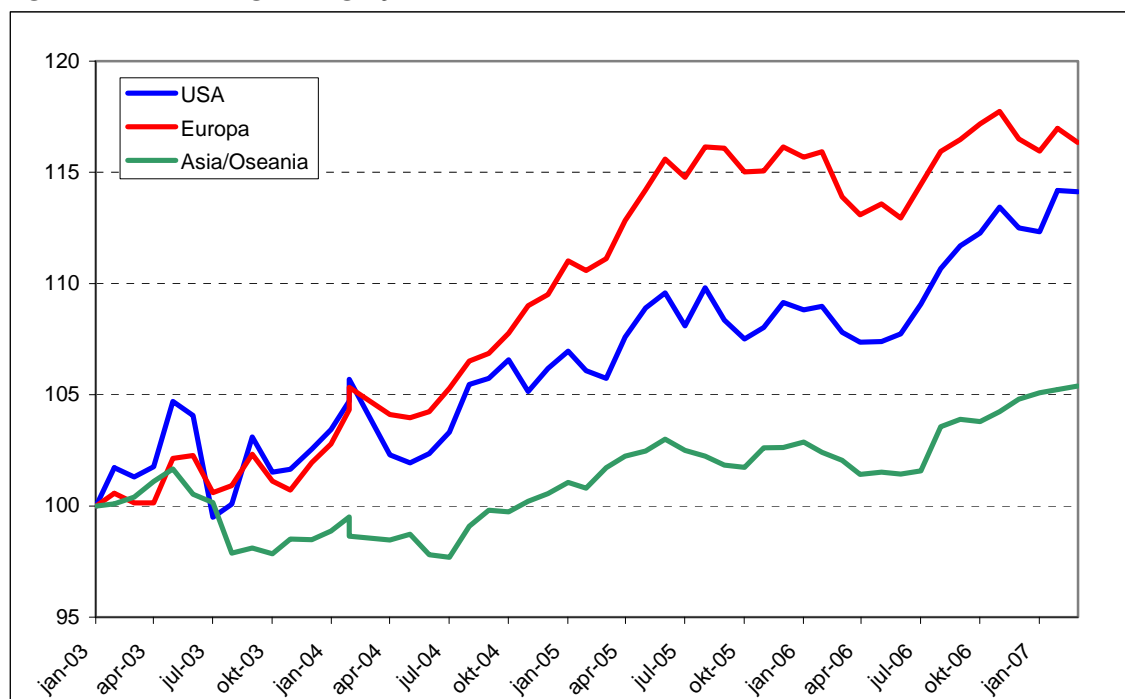
**Figur 1-1: Aksjekursutviklingen siden 1.1.2003**



Figur 1-2 viser avkastningen i obligasjonsmarkedene målt ved utviklingen i Lehman Global Aggregates statspapirindeks siden 1.1.2003. Indeksene for Europa, Amerika

og Asia/Oseania har steget med henholdsvis 16,3 prosent, 14,1 prosent, og med 5,3 prosent i perioden.

**Figur 1-2: Utvikling i obligasjonsmarkedene siden 1.1.2003**



#### Avkastning 1,48 prosent i Statens pensjonsfond – Utland

I første kvartal 2007 var periodeavkastningen av Statens pensjonsfond – Utland 1,48 prosent målt i valutakurven som tilsvarer sammensetningen av fondets referanseportefølje. Avkastningen i aksje- og renteporteføljen var henholdsvis 2,59 og 0,74 prosent. Avkastningen til Pensjonsfondets portefølje var 0,09 prosentpoeng høyere enn avkastningen til referanseporteføljen som Finansdepartementet har fastsatt. Markedsverdien ved utgangen av kvartalet var 1 876,2 milliarder kroner.

#### Avkastning 1,43 prosent i investeringsporteføljen

I første kvartal 2007 var periodeavkastningen til investeringsporteføljen i Norges Banks valutareserver 1,43 prosent målt i valutakurven som tilsvarer sammensetningen av porteføljens referanseportefølje. Avkastningen i aksje- og renteporteføljen var henholdsvis 2,33 og 0,80 prosent. Avkastningen av investeringsporteføljen var 0,02 prosentpoeng høyere enn avkastningen til referanseporteføljen som Norges Banks hovedstyre har fastsatt. Markedsverdien ved utgangen av kvartalet var 224,3 milliarder kroner.

#### Avkastning 0,81 prosent i Statens petroleumsforsikringsfond

I første kvartal 2007 var periodeavkastningen til Statens petroleumsforsikringsfond 0,81 prosent målt i valutakurven som tilsvarer sammensetningen av fondets referanseportefølje. Avkastningen av petroleumsforsikringsfondets portefølje var 0,06 prosentpoeng høyere enn avkastningen til referanseporteføljen som Olje- og energidepartementet har fastsatt. Markedsverdien ved utgangen av kvartalet var 15,1 milliarder kroner.

## 1.2 Samlet kapital under forvaltning 2 119 milliarder kroner

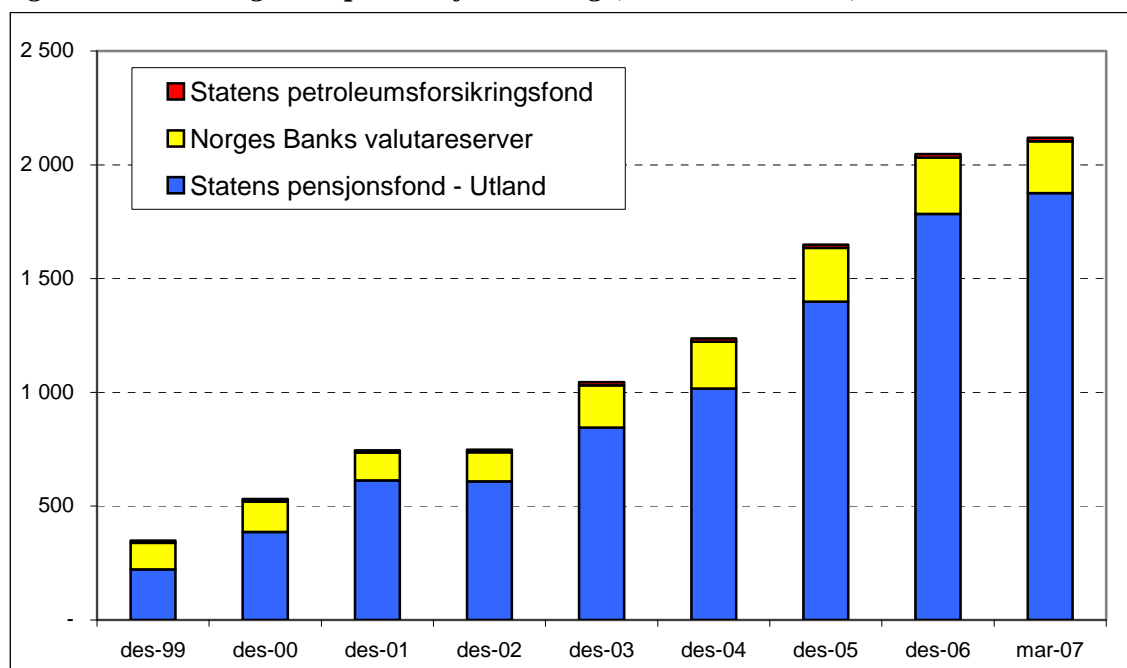
I første kvartal ble det tilført 93,4 milliarder kroner til Statens pensjonsfond – Utland. Dette var den største kvartalsvise tilførselen i fondets historie. Avkastningen av de investerte midlene var 30 milliarder kroner, mens en sterkere kronekurs i forhold til investeringsvalutaene reduserte markedsverdien med 31 milliarder kroner. Samlet kapital under forvaltning ved utgangen av første kvartal 2007 var 2 119 milliarder kroner (se tabell 1-1).

**Tabell 1-1: Avkastning i første kvartal, og markedsverdi pr. 31.03.2007**

	Avkastning i valuta		Avkastning i NOK			NOK
	Faktisk portefølje	Referanseportefølje	Faktisk portefølje	Referanseportefølje	Differanseavkastning	Markedsverdi i milliarder
<b>Statens pensjonsfond-Utland</b>	1,48	1,39	-0,05	-0,15	0,09	1 876
<b>Investeringsporteføljen</b>	1,43	1,41	-0,11	-0,13	0,02	224
<b>Statens petroleumsforsikringsfond</b>	0,81	0,74	-0,67	-0,74	0,06	15
<b>Totalt</b>						<b>2 119<sup>1</sup></b>

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

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



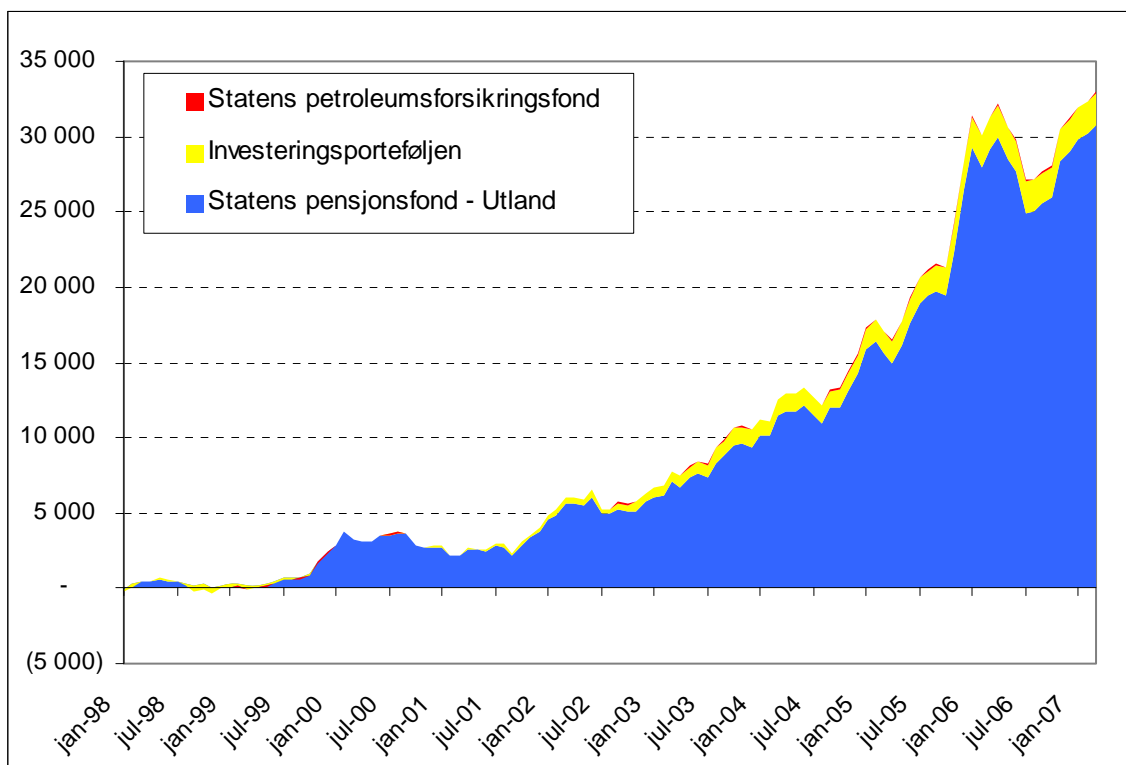
## 1.3 Meravkastning 1,8 milliarder kroner i første kvartal

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 i alle porteføljene som NBIM forvalter. Meravkastningen var 1,8 milliarder kroner i den samlede forvaltningen.

<sup>1</sup> Verdien av petrobufferporteføljen, som var om lag 3,2 milliarder kroner pr. 31.03.2007, inngår i totaltallet.

Figur 1-4 viser akkumulert meravkastning siden etableringen av NBIM i januar 1998. Det samlede bidraget i perioden er 33,0 milliarder kroner. Dette fordeler seg med 30,7 milliarder i Statens pensjonsfond – Utland, 2,2 milliarder i investeringsporteføljen, og 0,1 milliard kroner i Statens petroleumforsikringsfond.

**Figur 1-4: Akkumulert brutto meravkastning fra 1.1.1998 til 31.3.2007 (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 pr. 31.03.2007. Annualisert.*

	Siste 12 måneder	Siste 3 år	Siste 5 år	Siden 1.1.1998
<b>Avkastning/meravkastning<sup>2</sup></b>				
<b>Pensjonsfondet</b>	5,57	5,95	4,49	5,75
<b>Referanseportefølje</b>	5,52	5,43	4,03	5,27
<b>Meravkastning</b>	0,05	0,52	0,46	0,48
<b>Investeringsporteføljen</b>	5,45	4,86	4,91	5,52
<b>Referanseportefølje</b>	5,38	4,65	4,64	5,32
<b>Meravkastning</b>	0,07	0,21	0,27	0,20
<b>Forsikringsfondet</b>	3,12	1,16	4,97	3,27
<b>Referanseportefølje</b>	3,03	1,04	4,83	3,19
<b>Meravkastning</b>	0,09	0,13	0,14	0,08
<b>Standardavvik<sup>3</sup></b>				
<b>Pensjonsfondet</b>	8,55	7,47	9,23	8,41
<b>Investeringsporteføljen</b>	8,59	7,27	8,00	7,06
<b>Forsikringsfondet</b>	7,52	6,52	7,13	6,43
<b>Relativ volatilitet<sup>4</sup></b>				
<b>Pensjonsfondet</b>	0,28	0,34	0,31	0,37
<b>Investeringsporteføljen</b>	0,16	0,12	0,17	0,23
<b>Forsikringsfondet</b>	0,05	0,06	0,07	0,15
<b>Informasjonsrate (IR)<sup>5</sup></b>				
<b>Pensjonsfondet</b>	0,16	1,55	1,51	1,28
<b>Investeringsporteføljen</b>	0,45	1,71	1,62	0,86
<b>Forsikringsfondet</b>	1,75	2,01	2,00	0,54

<sup>2</sup> 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.

<sup>3</sup> Standardavviket er et mål på svingningene i avkastningen/meravkastningen i en periode. Hvert månedlige avkastnings-/meravkastningstall sammenlignes med gjennomsnittet for perioden. Jo høyere standardavvik, desto større svingninger i forhold til gjennomsnittet og høyere risiko.

<sup>4</sup> Begrepet relativ volatilitet er forklart i vedlegg 4.

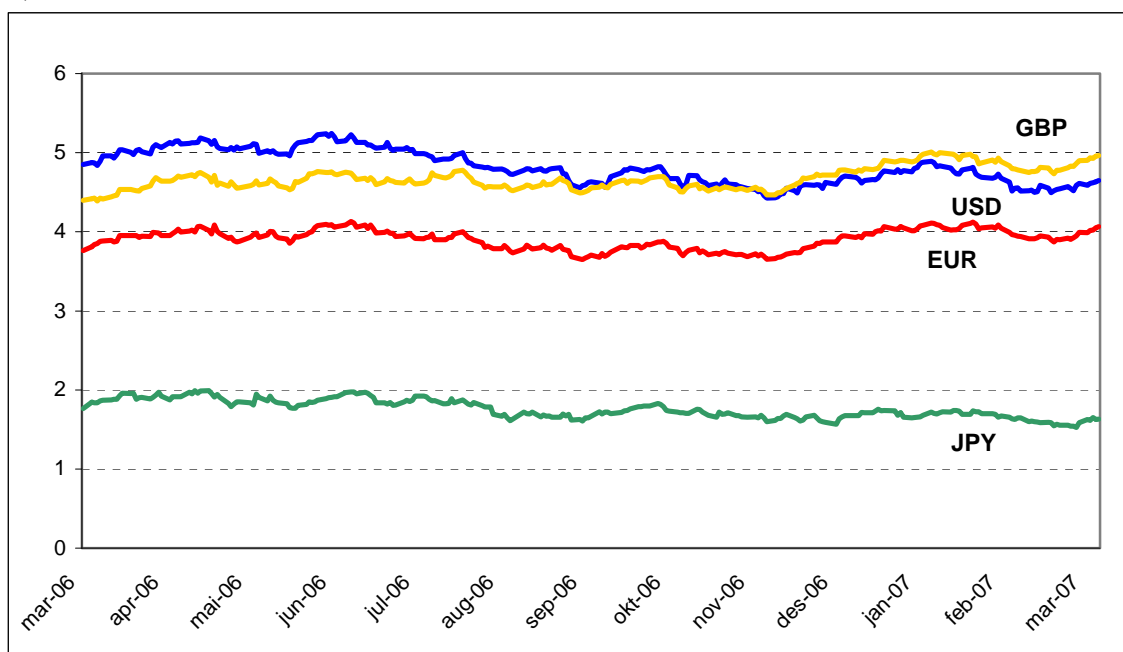
<sup>5</sup> IR er et mål på risikostjustert avkastning, og er en indikator på dyktighet i kapitalforvaltning. IR beregnes som forholdstallet mellom meravkastningen og den faktiske relative markedsrisikoen som porteføljen har hatt. IR viser hvor høy meravkastning man har fått igjen for hver risikoenhet.

## 2. Markedsutviklingen

### Rentemarkedene

Det var små endringer i obligasjonsrentene i hovedmarkedene i første kvartal sett under ett. Renten på statsobligasjoner med ti års løpetid falt med omlag 0,05 prosentpoeng både i USA, og i Japan. I euroområdet og i Storbritannia steg rentene med henholdsvis 0,12 og 0,18 prosentpoeng (figur 2-1).

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



De siste årenes oppgangskonjunktur i verdensøkonomien fortsatte i første kvartal 2007. Det har vært en tiltakende vekst i de største europeiske økonomiene. Den kinesiske økonomien er preget av et fortsatt høyt aktivitetsnivå, med en vekst i BNP på over 10 prosent. I USA var det tegn til en viss reduksjon i veksten, primært som følge av et svakere boligmarked.

God vekst i verdensøkonomien bidro til oppgang i obligasjonsrentene i de største markedene ved inngangen til året. Denne utviklingen snudde i februar bl.a. som følge av stigende oljepris og mer usikkerhet knyttet til negative ringvirkninger av det svakere boligmarkedet i USA og svakere økonomiske indikatorer for den amerikanske økonomien. Kursoppgangen i obligasjonsmarkedene hadde også sammenheng med at investorer flyttet investeringer fra aksjer til statsobligasjoner i forbindelse med kursfallet i de internasjonale aksjemarkedene. Fra midten av mars var det en viss renteoppgang etter at nedgangen i aksjemarkedene snudde.

Den avtakende veksttaket i USA har sammenheng med et stagnerende boligmarked. Både omsetningen av boliger og boligprisutviklingen har vært fallende, og det har vært en reduksjon i nybyggingen. Arbeidsmarkedet har imidlertid fortsatt utviklet seg sterkt, og arbeidsledigheten har falt. Dette har bidratt til at veksten i det private

forbruket har holdt seg oppe. Inflasjonstakten er noe høyere enn sentralbankens målsetning, og til tross for en fallende veksttakt har den amerikanske sentralbanken holdt styringsrentene uendret siden halvårsskiftet 2006.

Landene i eurosonen er fortsatt inne i en oppgangskonjunktur som i stor grad er drevet av eksportvekst og økte investeringer. Det er spesielt eksportnæringene i Tyskland som har bidratt til oppsvinget. Investeringsveksten i eurolandene har tatt seg opp, mens det private forbruket har vist en mer moderat vekst. Sysselsettingen i euroområdet har steget, og arbeidsledigheten falt med ett prosentpoeng i løpet av det siste året. Den europeiske sentralbanken hevet styringsrenten med 0,25 prosentpoeng til 3,75 prosent i begynnelsen av mars.

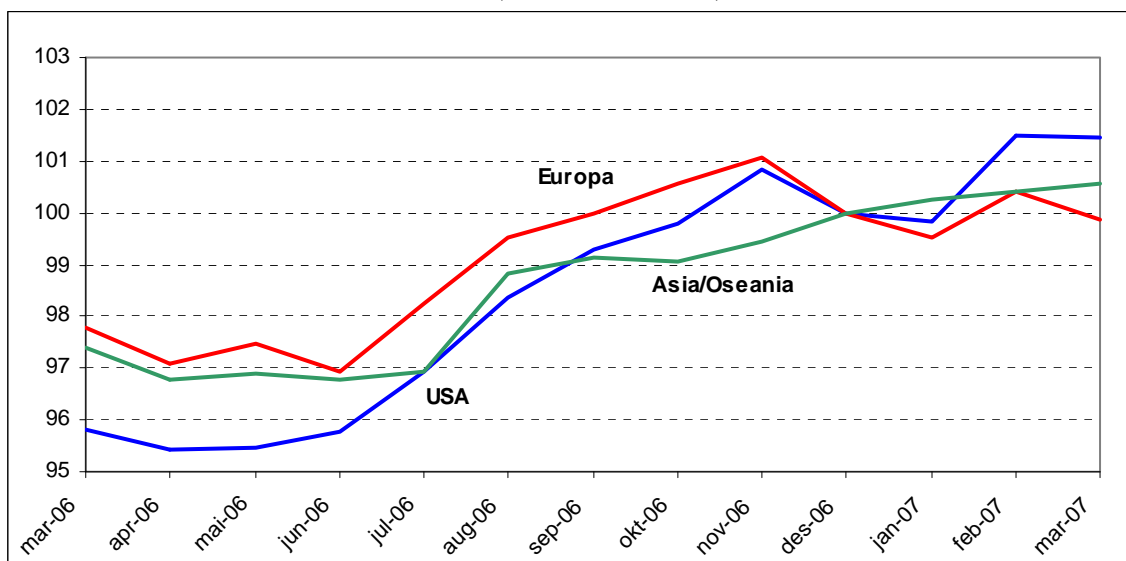
Veksten i britisk økonomi tok seg opp gjennom 2006, og fortsatte inn i 2007. Oppgangen er drevet av høy innenlandsk etterspørsel. Investeringsaktiviteten har økt som følge av god lønnsomhet i bedriftene, mens det har vært en noe mer moderat oppgang i det innenlandske forbruket. Arbeidsledigheten er lav og det har vært en viss økning i inflasjonstakten de siste månedene. Innstrømningen av utenlandsk arbeidskraft tok seg opp etter EU-utvidelsen i 2004 og har trolig bidratt til å dempe presset i arbeidsmarkedet og hindret tiltakende lønnsvekst. Den britiske sentralbanken har hevet signalrentene gradvis siden august i 2006. I januar ble signalrenten på nytt hevet med 0,25 prosentpoeng, og er ved utgangen av kvartalet 5,25 prosent.

Den økonomiske veksten i Japan er fortsatt høy. Veksten er i første rekke drevet av en sterk eksportsektor og av høy innenlandsk etterspørsel. Det er særlig investeringsveksten som har vært høy. Det er få tegn til at den økonomiske veksten har ført til høyere prisstigning i Japan. I første kvartal var det derimot en viss nedgang i inflasjonen. Den japanske sentralbanken hevet styringsrenten med 0,25 prosentpoeng til 0,5 prosent i første kvartal.

Veksten i den kinesiske økonomien er fortsatt sterk, og var for fjerde år på rad over ti prosent i 2006. Det er sterk vekst i industriproduksjonen, og fortsatt vekst i eksportnæringene. Det var en viss økning i konsumprisene i første kvartal, og sentralbanken hevet styringsrenten med i overkant av 0,25 prosentpoeng i mars. Den kinesiske sentralbanken har også hevet primærreservekravet i løpet av kvartalet.

Utviklingen i Lehman Global Aggregates statspapirindekser i hovedmarkedene de siste 12 måneder fremgår av figur 2-2. I Europa var avkastningen i første kvartal 2007 -0,1 prosent, i Asia 0,6 prosent og i USA 1,4 prosent.

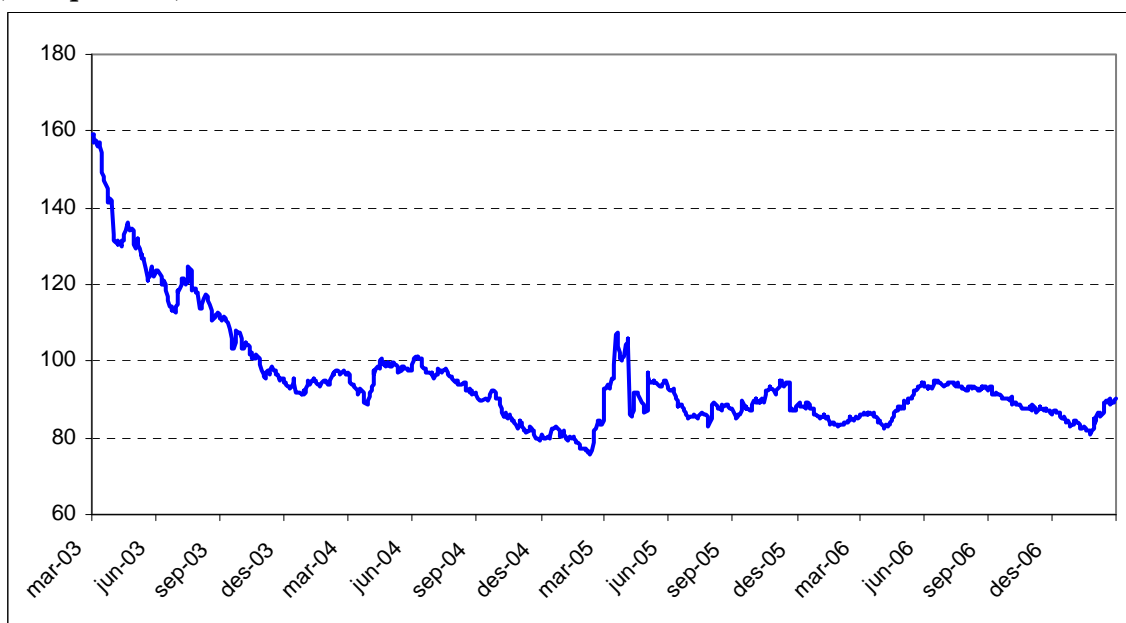
**Figur 2-2: Verdiutviklingen på Lehman Global Aggregates statspapirindekser i hovedmarkedene de siste 12 måneder (31.12.2006=100)**



Renteforskjellen mellom kreditt- og statspapirer (kredittspredan) er lav og falt ytterligere frem mot midten av februar, for så å stige frem til utgangen av kvartalet. Økningen hadde sammenheng med den kraftige kursnedgangen i de internasjonale aksjemarkedene, noe som førte til en høyere etterspørsel etter verdipapirer med lavere risiko. Økningen i renteforskjellen fremstår som relativt beskjeden historisk.

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

**Figur 2-3: Differansen mellom renten på kreditt<sup>6</sup>- og statspapirer i USA (basispunkter)**

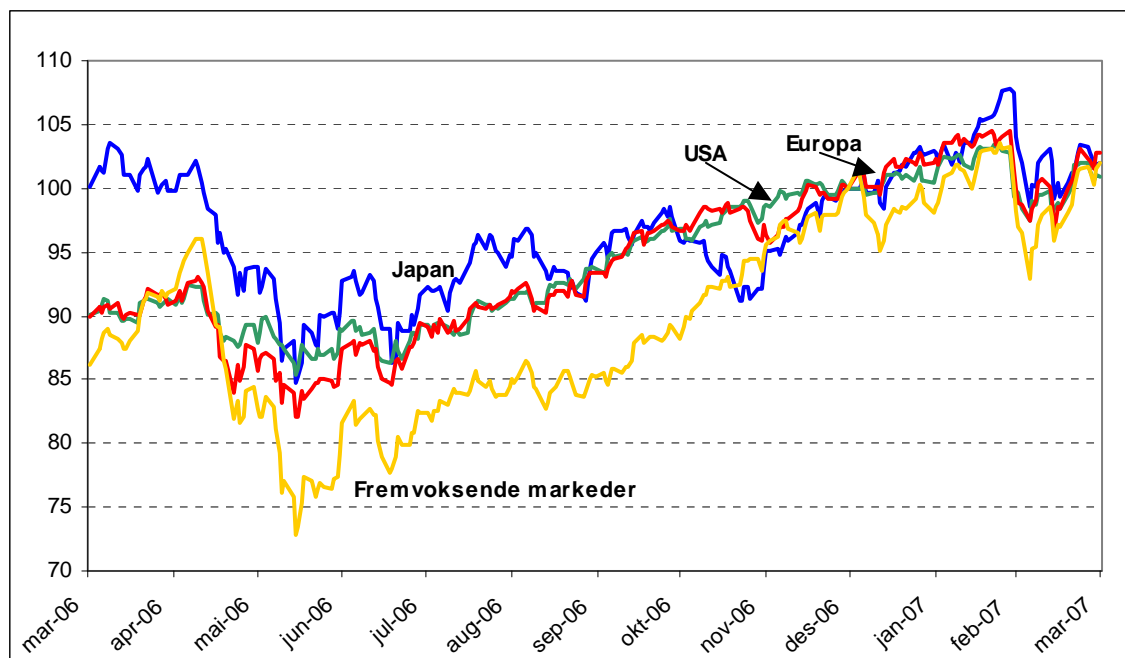


<sup>6</sup> Selskapspapirer med kredittrating AAA fra Standard & Poor's.

### Aksjemarkedene

Kursene i de internasjonale aksjemarkedene steg frem til midten av februar, for så å falle kraftig frem til utløpet av første uke av mars. Det var deretter en stigende kursutvikling frem til utgangen av første kvartal (figur 2-4).

**Figur 2-4: Verdiutviklingen målt i lokal valuta i FTSE aksjeindekser i hovedmarkedene siste 12 måneder (31.12.2006 = 100)**



For kvartalet sett under ett steg kursene i Europa, Japan, USA og fremvoksende markeder med henholdsvis 2,8, 2,0, 0,9 og 2,1 prosent. Kursene varierte mest i fremvoksende markeder, og i det japanske aksjemarkedet.

Etter en lang periode med relativ lav volatilitet og gradvis stigende aksjekurser, falt aksjekursene betydelig i slutten av februar. Nedgangen internasjonalt ble utløst av et sterkt kursfall på aksjebørsen i Shanghai. Kursene falt på det meste med omlag 6 prosent i de utviklede markedene og i underkant av 10 prosent i fremvoksende markeder.

Nedgangen i aksjekursene hadde trolig sammenheng med økt usikkerhet knyttet til den fremtidige veksten i USA, og frykt for negative ringvirkninger på den økonomiske utviklingen globalt. Dette kan ha bidratt til at en del aktører valgte å sikre kursgevinster etter den betydelige kursoppgangen de foregående månedene. Etter en kort periode med stabil kursutvikling steg markedene, og mye av nedgangen ble reversert i siste halvdel av mars.

Tabell 2-1 viser kursutviklingen i hovedsektorene og i de ti største undersektorene på FTSEs verdensindeks i første kvartal 2007. Med unntak av IT sektoren var det positiv avkastning i alle hovedsektorene i første kvartal. Råvaresektoren utviklet seg spesielt sterkt, men sektorer som energi og vannforsyning, og generell industri hadde en sterk kursutvikling.

**Tabell 2-1: Avkastningen på hovedsektorene og de ti største undersektorene på FTSE verdensindeks i første kvartal 2007 (målt i prosent mot amerikanske dollar, mot norske kroner og mot referanseporteføljens valutakurv)**

	USD	NOK	Valutakurv
<b>Olje og gass</b>	<b>0,37</b>	<b>-1,60</b>	<b>-0,09</b>
- av dette utvinning og raffinering av olje og gass	-0,25	-2,21	-0,71
<b>Råvarer</b>	<b>10,42</b>	<b>8,25</b>	<b>9,91</b>
<b>Generell industri</b>	<b>5,10</b>	<b>3,04</b>	<b>4,62</b>
<b>Forbruksvarer</b>	<b>3,61</b>	<b>1,58</b>	<b>3,13</b>
<b>Helsetjenester</b>	<b>1,10</b>	<b>-0,89</b>	<b>0,63</b>
- av dette farmasi og bioteknologi	0,00	-1,96	-0,46
<b>Forbrukstjenester</b>	<b>4,15</b>	<b>2,10</b>	<b>3,67</b>
- av dette detaljhandel	3,83	1,79	3,35
- av dette medier	1,00	-0,98	0,54
<b>Telekommunikasjon</b>	<b>3,83</b>	<b>1,79</b>	<b>3,35</b>
- av dette "fast linje" telekommunikasjon	3,91	1,87	3,43
<b>Energi og vannforsyning</b>	<b>5,78</b>	<b>3,71</b>	<b>5,29</b>
<b>Finansielle tjenester</b>	<b>0,46</b>	<b>-1,51</b>	<b>0,00</b>
- av dette banker	0,32	-1,65	-0,14
- av dette forsikring	-0,13	-2,09	-0,59
- av dette øvrige finansielle tjenester	-1,52	-3,45	-1,97
<b>Informasjonsteknologi</b>	<b>-1,96</b>	<b>-3,89</b>	<b>-2,42</b>
- av dette programvare og tjenester	-2,10	-4,02	-2,55
- av dette maskinvare og IT-utstyr	-1,89	-3,82	-2,35
<b>Totalt<sup>7</sup></b>	<b>2,46</b>	<b>0,45</b>	<b>1,99</b>

<sup>7</sup> Sammensetningen av Pensjonsfondets referanseportefølje er forskjellig fra FTSEs verdensindeks, og avkastningen vil dermed være forskjellig.

### 3. Statens Pensjonsfond - Utland

#### Hovedpunkter for første kvartal 2007:

- Markedsverdi 1 876,2 milliarder kroner pr. 31. mars
- Periodeavkastning målt i internasjonal valuta:
  - Fondet samlet: 1,48 prosent
  - Aksjeforvaltningen: 2,59 prosent
  - Renteforvaltningen: 0,74 prosent
- Meravkastning 0,09 prosent
- Annualiserte forvaltningskostnader (eksklusive avkastningsavhengige honorarer) 0,07 prosent av beløp under forvaltning
- Tilførsel 93,4 milliarder kroner
- Åtte nye eksterne aksjemandater
- Ett nytt eksternt rentemandat

#### Fondets markedsverdi

Fondets markedsverdi var 1 876,2 milliarder kroner ved utgangen av første kvartal, noe som er en økning med 92,5 milliarder i løpet av kvartalet. Det ble tilført nye midler tilsvarende 93,4 milliarder kroner. Det er den største kvartalsvise tilførslen i fondets historie. Positiv avkastning av investeringene var 26,7 milliarder, mens en sterkere kronekurs i forhold til investeringsvalutaene bidro til å redusere fondets verdi med 27,6 milliarder kroner. Endring i kronekursen har imidlertid ingen betydning for fondets internasjonale kjøpekraft.

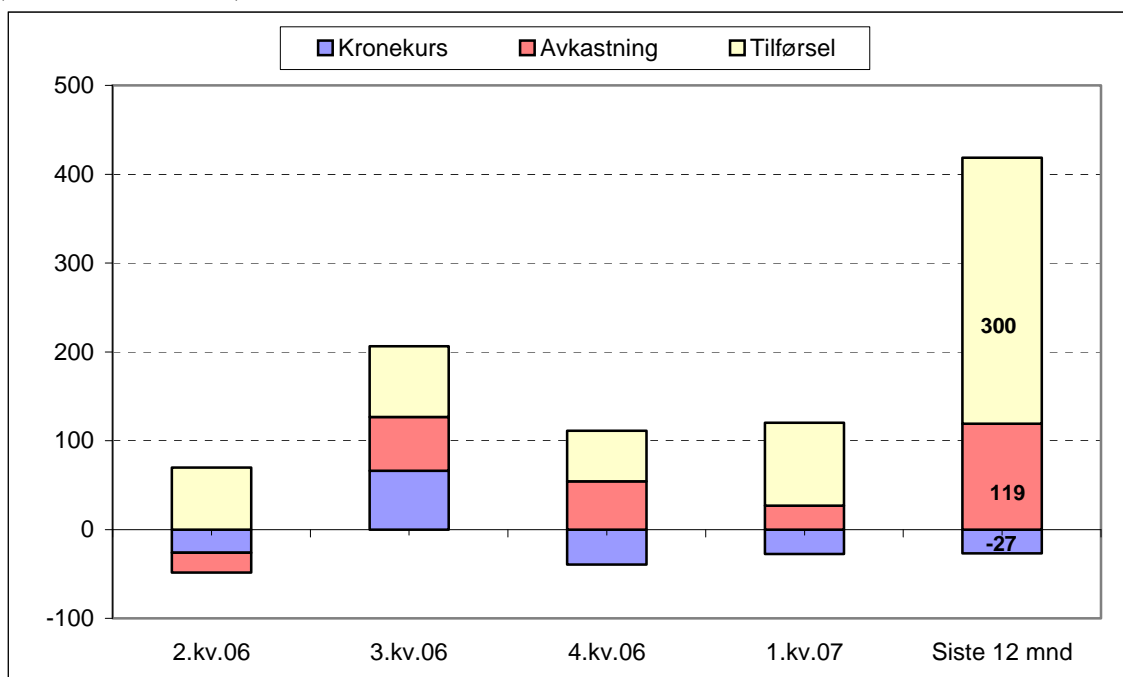
Tabell 3-1 viser markedsverdien ved de siste kvartalsskifter, og endringen i markedsverdi i første kvartal 2007 fordelt på tilførsel, avkastning i internasjonal valuta og endring i kronens internasjonale verdi. For regnskapsmessige verdier vises til tabell 1 og 2 i vedlegg 1.1.

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

	Aksjeforvaltning en	Renteforvaltningen	Totalt
31-mar-2006	606 890	877 019	1 483 909
30-jun-2006	609 879	895 143	1 505 022
30-sep-2006	687 887	1 024 385	1 712 272
<b>31-des-2006</b>	<b>725 922</b>	<b>1 057 761</b>	<b>1 783 683</b>
Tilførsel	19 142	74 276	93 419
Avkastning i markedet	18 678	8 006	26 684
Endring i kroneverdi	- 11 107	- 16 483	- 27 589
<b>31-mar-2007</b>	<b>752 636</b>	<b>1 123 561</b>	<b>1 876 197</b>

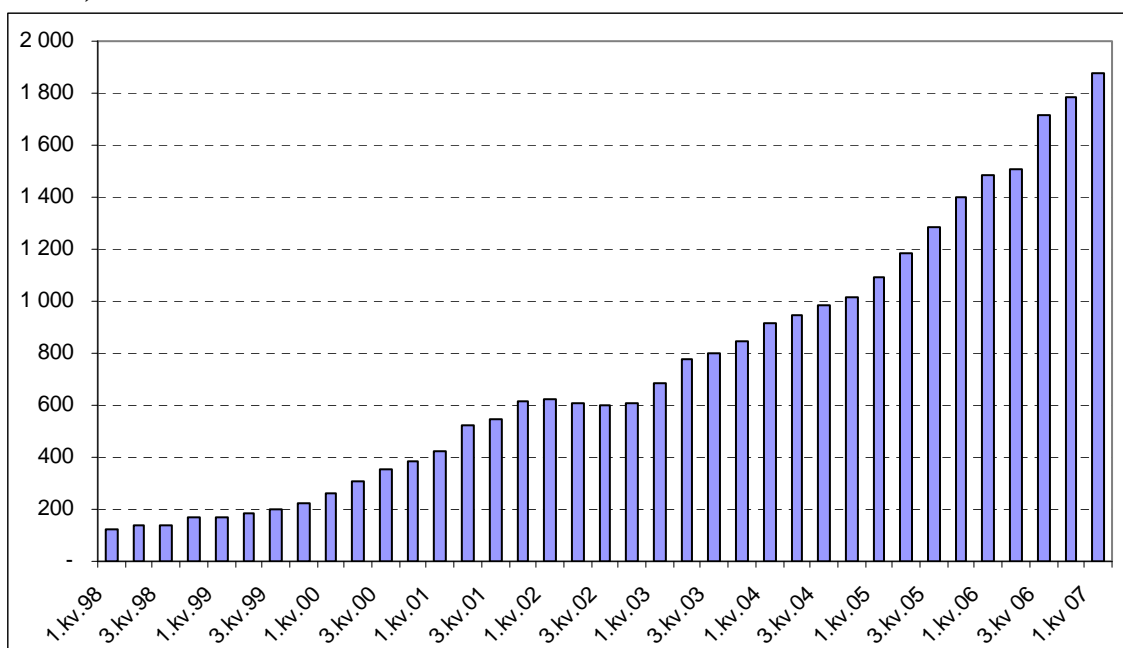
I løpet av de siste 12 månedene har fondet økt med 392 milliarder kroner (jf. figur 3-1). Det er blitt tilført 299 milliarder kroner, avkastningen har vært 119 milliarder, og en sterkere krone i forhold til investeringsvalutaene har redusert verdien med 26 milliarder kroner. Figuren viser at en svakere krone bidro til å øke fondets verdi i tredje kvartal 2006, mens utviklingen i kronekursen i de øvrige kvartalene bidro 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 1 763 milliarder kroner fra 1. januar 1998 (jf. figur 3-2). I løpet av disse årene er det tilført 1 428 milliarder kroner. Avkastningen målt i internasjonal valuta har økt verdien med 455 milliarder kroner, mens en sterkere krone i forhold til investeringsvalutaene har redusert fondets verdi med 120 milliarder kroner.

**Figur 3-2: Markedsverdien av Statens pensjonsfond – Utland 1998-2007 (milliarder kroner)**





### Fondets avkastning

I første kvartal 2007 var fondets periodeavkastning 1,48 prosent målt i den valutakurven som tilsvarer sammensetningen av referanseporteføljen. Avkastningen var positiv i alle månedene i kvartalet. For kvartalet sett under ett var avkastningen i aksje- og renteforvaltningen henholdsvis 2,59 og 0,74 prosent målt i valutakurven.

Målt i norske kroner var totalavkastningen i første kvartal -0,05 prosent. Den lavere avkastningen målt i kroner skyldes at kronen i løpet av kvartalet i gjennomsnitt ble omlag 1,5 prosent sterkere i forhold til valutaene i referanseporteføljen. Det var særlig i februar at kronen appresierte i forhold til investeringsvalutaene. 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 2007 (prosent)**

	Avkastningen målt i referanseporteføljens valutakurv		Avkastningen målt i norske kroner		
	Faktisk portefølje	Referanseportefølje	Faktisk portefølje	Referanseportefølje	Meravkastning
Januar	0,50	0,46	0,27	0,22	0,05
Februar	0,36	0,34	-0,70	-0,72	0,02
Mars	0,61	0,58	0,39	0,36	0,03
<b>Første kvartal</b>	<b>1,48</b>	<b>1,39</b>	<b>-0,05</b>	<b>-0,15</b>	<b>0,09</b>

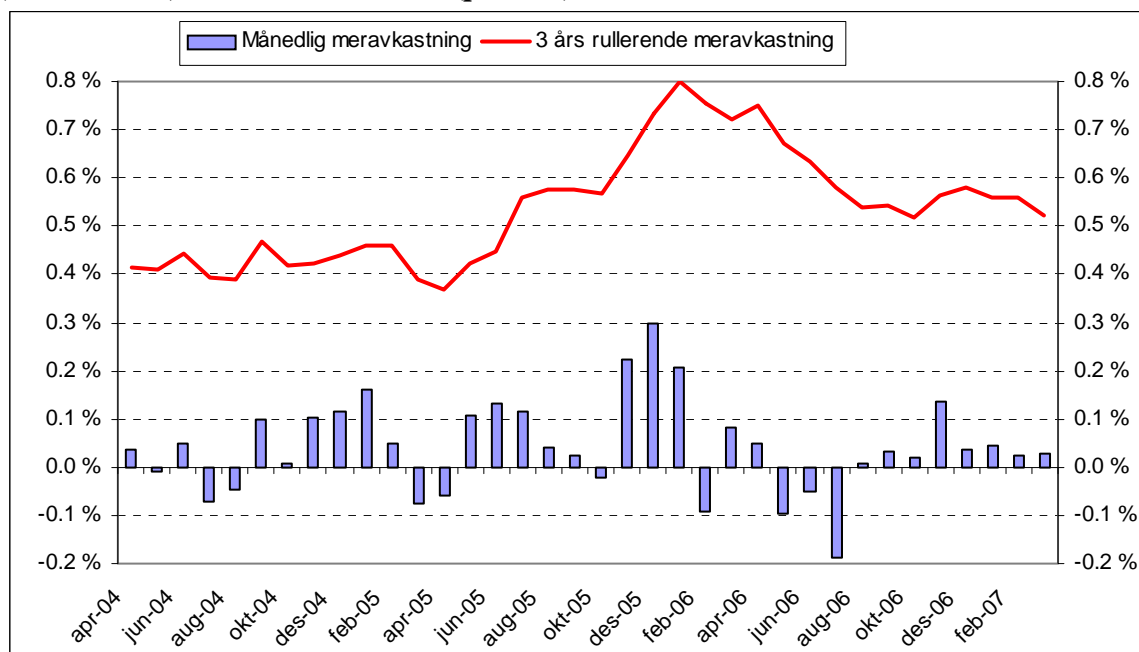
**Tabell 3-3: Avkastningen første kvartal 2007 målt i ulike valutaer (prosent)**

	Aksjer	Renter	Total
Fondets valutakurv	2,59	0,74	1,48
Importvektet valutakurv	3,25	1,39	2,13
Amerikanske dollar	3,07	1,21	1,95
Euro	2,10	0,26	0,99
Norske kroner	1,04	-0,78	-0,05

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. Avkastningen til fondet var i første kvartal 0,09 prosentpoeng høyere enn avkastningen på referanseporteføljen. I beløp utgjorde meravkastningen om lag 1,7 milliarder kroner. Bidragene til meravkastningen kom fra den interne rente- og aksjeforvaltningen.

De siste 12 måneder har akkumulert meravkastning vært 0,05 prosentpoeng. Det er vanlig å vurdere meravkastning i kapitalforvaltning over en lengre tidshorisont enn ett år. Den røde linjen i figur 3-3 viser utviklingen i tre års rullerende meravkastning de siste tre årene. Ved utgangen av første kvartal 2007 var annualisert meravkastning basert på tall fra de siste tre årene 0,52 prosentpoeng.

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



Tabell 3-4 viser den tre års annualiserte meravkastningen fordelt på aktivaklasse og eksternt/intern forvaltning. Aksjeforvaltningen samlet har bidratt med om lag 62 prosent av meravkastningen. Den interne aksje- og renteforvaltningen har bidratt klart mer enn den eksterne forvaltningen.

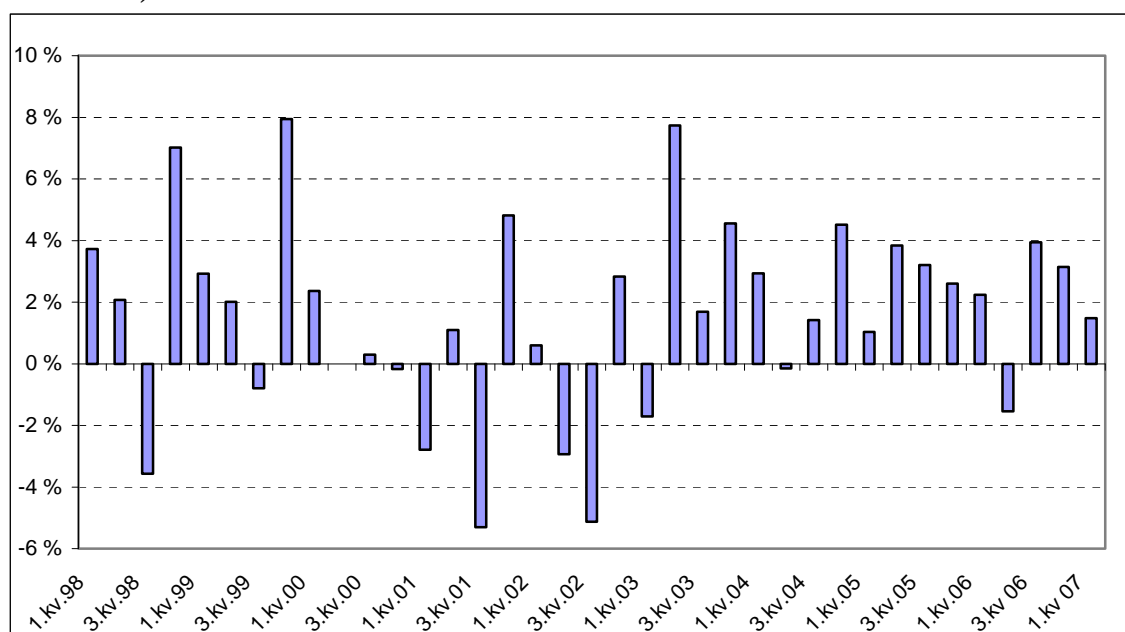
**Tabell 3-4: Annualisert bidrag til brutto meravkastning 1. kvartal 2004 til 1. kvartal 2007. Prosentpoeng**

	Ekstern forvaltning	Intern forvaltning	Totalt	Meravkastning innen hver aktivaklasse
Aksjeforvaltningen	0,13	0,19	0,32	0,81
Renteforvaltningen	0,04	0,16	0,20	0,32
<b>Samlet</b>	<b>0,17</b>	<b>0,35</b>	<b>0,52</b>	

Det påløper transaksjonskostnader knyttet til innfasing av nye midler til Pensjonsfondet. Norges Bank har estimert de direkte og indirekte transaksjonskostnadene knyttet til innfasingen til 162,4 millioner kroner i første kvartal 2007. Dette utgjorde 0,17 prosent av det totale overføringsbeløpet på 93,4 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. Vi viser til vedlegg 3 for en omtale av metodegrunnlaget for beregningene, og til egen temaartikkel i årsrapporten for 2004 for en drøfting av innfasingskostnadene i fondet.

Siden fondet for første gang ble investert i aksjer i 1998 har den gjennomsnittlige kvartalsavkastningen målt i valuta vært 1,52 prosent. Det har vært positiv avkastning i 27 av 37 kvartaler. Figur 3-4 viser avkastningen hvert kvartal.

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



Siden 1997 har fondet hatt en annualisert årlig brutto avkastning på 6,5 prosent. Etter fradrag for forvaltningskostnader og prisstigning, er årlig netto realavkastning 4,6 prosent. Tabell 3-5 viser avkastningen frem til utgangen av første kvartal 2007, regnet som årsrate fra 1. januar i hvert av årene 1997-2006. Høyre kolonne i tabellen viser at brutto meravkastning i gjennomsnitt har vært 0,46 prosentpoeng pr. år regnet fra 1. januar 1997.

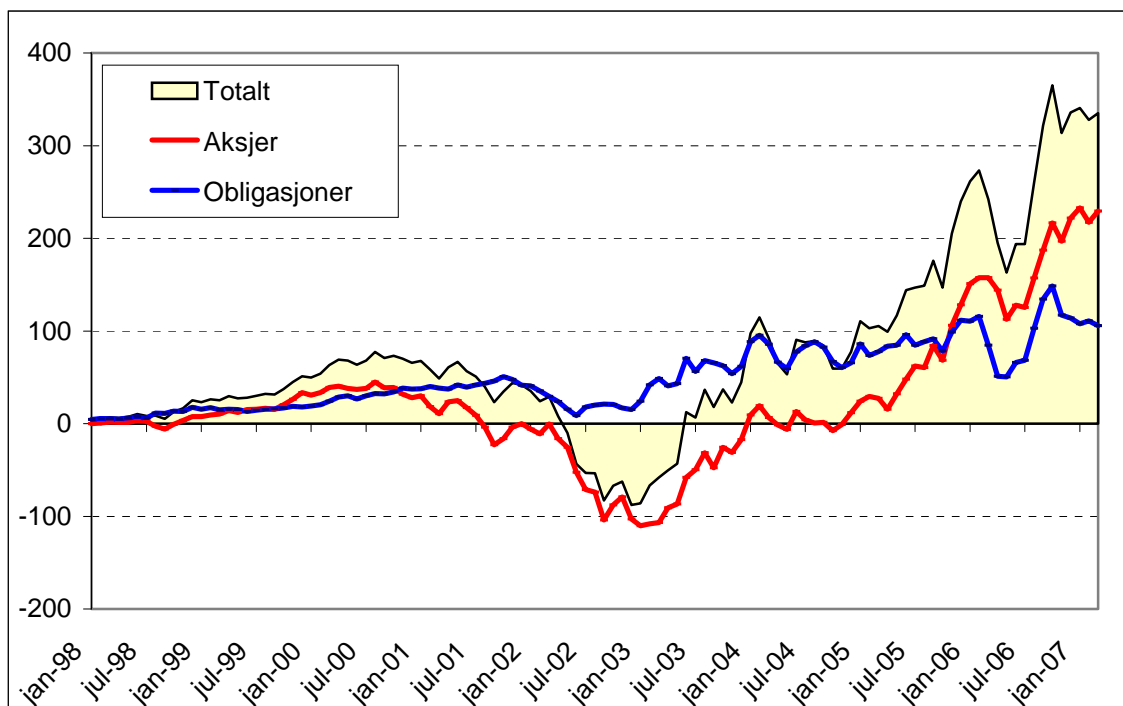
**Tabell 3-5: Årlige avkastningsrater for fondet frem til utgangen av første kvartal 2007 (målt i referanseporteføljens valutakurv, prosent pr. år)**

	Brutto årlig avkastning	Årlig prisvekst <sup>8</sup>	Årlige forv. kostnader	Årlig netto realavkastning	Årlig brutto meravkastning
Fra 01.01.97	6,48	1,75	0,09	4,56	0,46
Fra 01.01.98	6,21	1,75	0,09	4,29	0,48
Fra 01.01.99	5,84	1,85	0,09	3,83	0,52
Fra 01.01.00	4,96	1,93	0,10	2,88	0,42
Fra 01.01.01	5,37	1,92	0,10	3,29	0,45
Fra 01.01.02	6,93	2,06	0,10	4,67	0,51
Fra 01.01.03	9,88	2,09	0,10	7,52	0,57
Fra 01.01.04	9,06	2,25	0,10	6,55	0,57
Fra 01.01.05	9,12	2,20	0,10	6,67	0,58
Fra 01.01.06	7,57	2,10	0,10	5,25	0,20

Fondets akkumulerte avkastning i perioden 1. januar 1998 til utgangen av første kvartal 2007 var 335 milliarder kroner. Det er vist ved det gule feltet i figur 3-5. 229 milliarder eller 68 prosent av den akkumulerte avkastningen kommer fra aksjeplasseringene som har stått for rundt 40 prosent av porteføljen.

<sup>8</sup> Prisveksten er et vektet gjennomsnitt av konsumprisveksten i de land som er med i referanseporteføljen

**Figur 3-5: Akkumulert avkastning av Pensjonsfondet 1998-2007 (i milliarder kroner)**

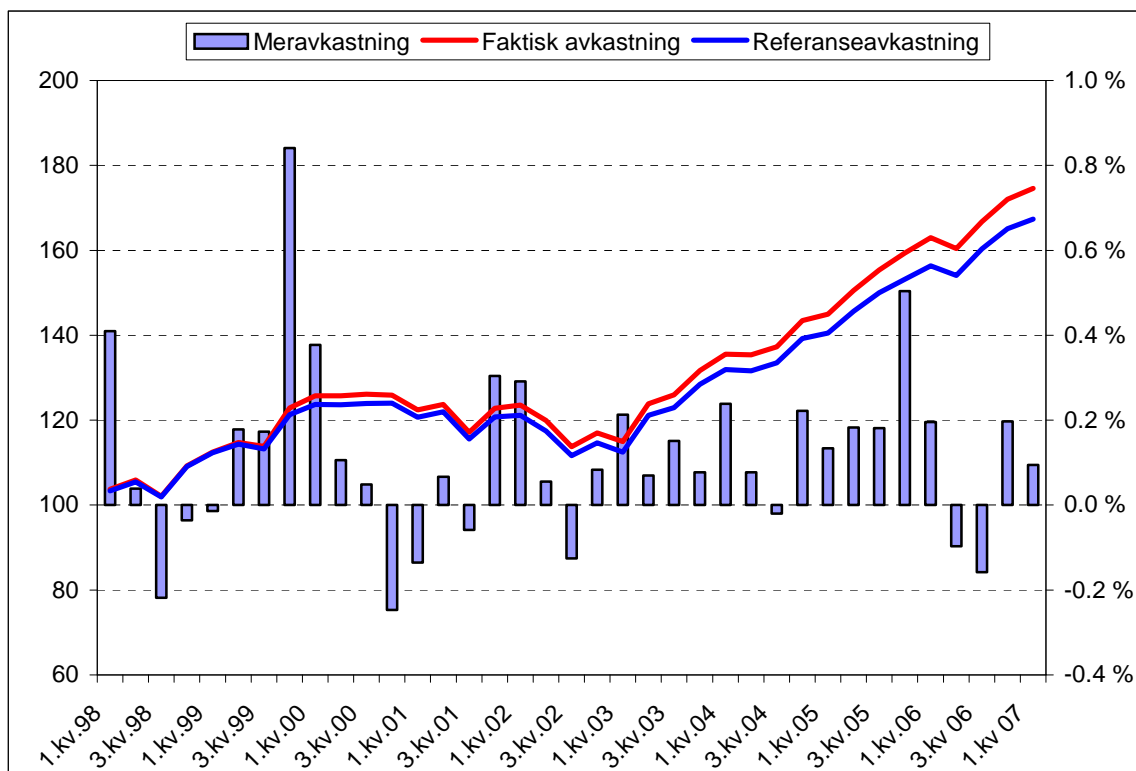


Den røde linjen i figuren viser utviklingen i akkumulert avkastning av aksjeinvesteringene. I perioden august 2001 til november 2004 var det negativ akkumulert avkastning av aksjeplasseringene, og det er den sterke kursutviklingen i aksjemarkedene de siste fire årene som har bidratt til avkastningen. Den gjennomsnittlige kjøpskursen på aksjeinvesteringene var 32,9 prosent lavere enn markedsverdien ved utgangen av første kvartal.

Den blå linjen i figuren viser at avkastningen på renteinvesteringene har hatt en langt mer stabil utvikling. Akkumulert avkastning av renteinvesteringene var 106 milliarder kroner ved utgangen av kvartalet. Den gjennomsnittlige kjøpskursen på obligasjonsbeholdningen var 12,8 prosent lavere enn markedsverdien ved utgangen av første kvartal.

Siden 1998 har akkumulert avkastning på referanseporteføljen vært 67,4 prosent mens den faktiske avkastningen har vært 74,6 prosent (jf. figur 3-6). Akkumulert brutto meravkastning målt i valutakurven har vært til sammen 7,2 prosentpoeng, som i beløp tilsvarer 30,7 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)**

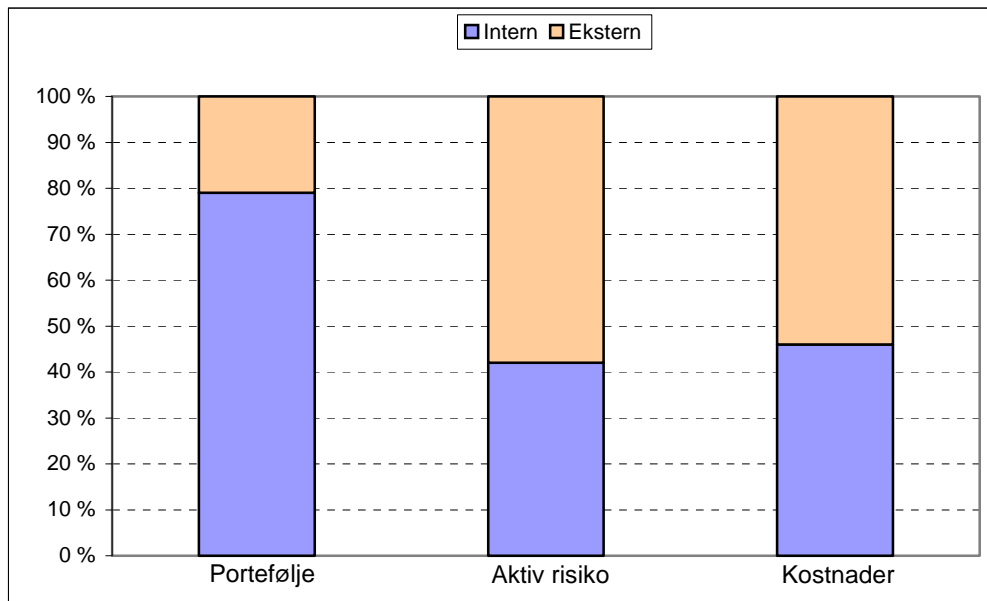


### Intern og ekstern forvaltning

Ved utgangen av første kvartal ble 21 prosent av fondet forvaltet av eksterne forvaltere. Samtidig utgjorde kostnadene ved ekstern forvaltning 54 prosent av de samlede forvaltningskostnadene. Den eksterne forvaltningen stod for anslagsvis 58 prosent av risikoen 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 0,21 og 0,05 prosent av forvaltet beløp. Eksterne forvaltere med spesialistkompetanse brukes for å oppnå tilstrekkelig bredde og omfang i den aktive forvaltningen.

**Figur 3-7: Fordeling av portefølje, forvaltningskostnader og aktiv risiko<sup>9</sup> mellom intern og ekstern forvaltning (prosent)**



### Renteforvaltningen

Markedsverdien av renteporteføljen økte med 65,8 milliarder kroner i første kvartal til 1 123,6 milliarder kroner. Det ble tilført 74,3 milliarder kroner til porteføljen, og positiv avkastning bidro til økningen med 8,0 milliarder kroner. En sterkere kronekurs bidro til å redusere verdien med 16,5 milliarder kroner. Ved utgangen av kvartalet var om lag 89 prosent av renteporteføljen internt forvaltet i Norges Bank.

I første kvartal 2007 ble det overført midler til ett nytt eksternt forvaltningsoppdrag. Diversified Credit Investments, LLC fikk tildelt ett mandat for spesialisert forvaltning i USA.

### Aksjeforvaltningen

Markedsverdien av porteføljen var ved utgangen av første kvartal 752,6 milliarder kroner, noe som var en økning på 26,7 milliarder kroner i løpet av kvartalet. Det ble tilført 19,1 milliarder kroner til porteføljen, og positiv avkastning på investeringene bidro til å øke verdien med 18,7 milliarder kroner. En sterkere kronekurs bidro til å redusere verdien med 11,1 milliarder kroner. Ved utgangen av kvartalet ble omlag 65 prosent av porteføljen forvaltet internt i Norges Bank.

Det er i løpet av kvartalet overført midler til åtte nye oppdrag hos en ekstern aksjeforvalter; Wellington Management Company LLP har fått tildelt til sammen åtte mandater innenfor ulike næringssektorer. Dette var et ledd i en restrukturering av to eksisterende oppdrag hos samme forvalter.

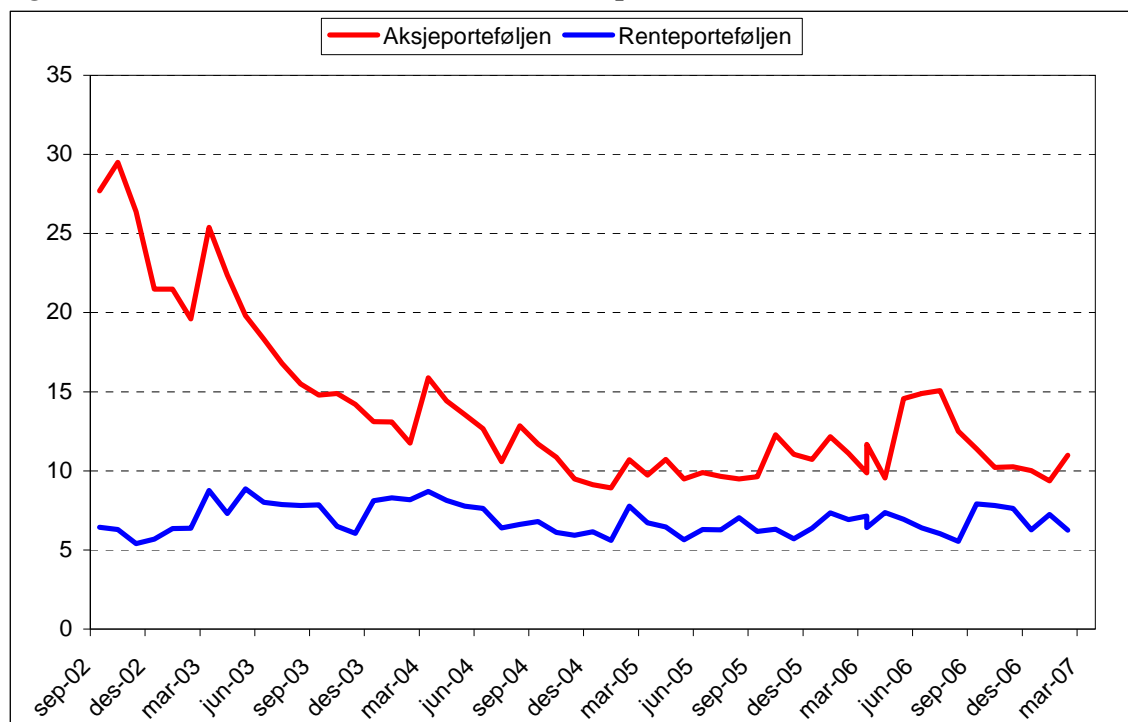
### Markedsrisiko

Svingningene i de internasjonale aksje- og rentemarkeder medfører endringer i fondets markedsverdi. Fondets forventede volatilitet er et statistisk mål, som gir et anslag på "normale" variasjoner i markedsverdien til fondet over det neste året. Som

<sup>9</sup> 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.

illustrert i figur 3-8, økte den absolute volatiliteten i aksjeforvaltningen noe i første kvartal 2007. Volatiliteten var likevel langt lavere enn det nivået som ble målt i slutten av 2002 og begynnelsen av 2003. I renteforvaltningen har det vært langt mindre endringer i markedsrisikoen i denne perioden. Det stabile nivået reflekterer at kursene i rentemarkedene vanligvis varierer langt mindre enn aksjekursene.

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

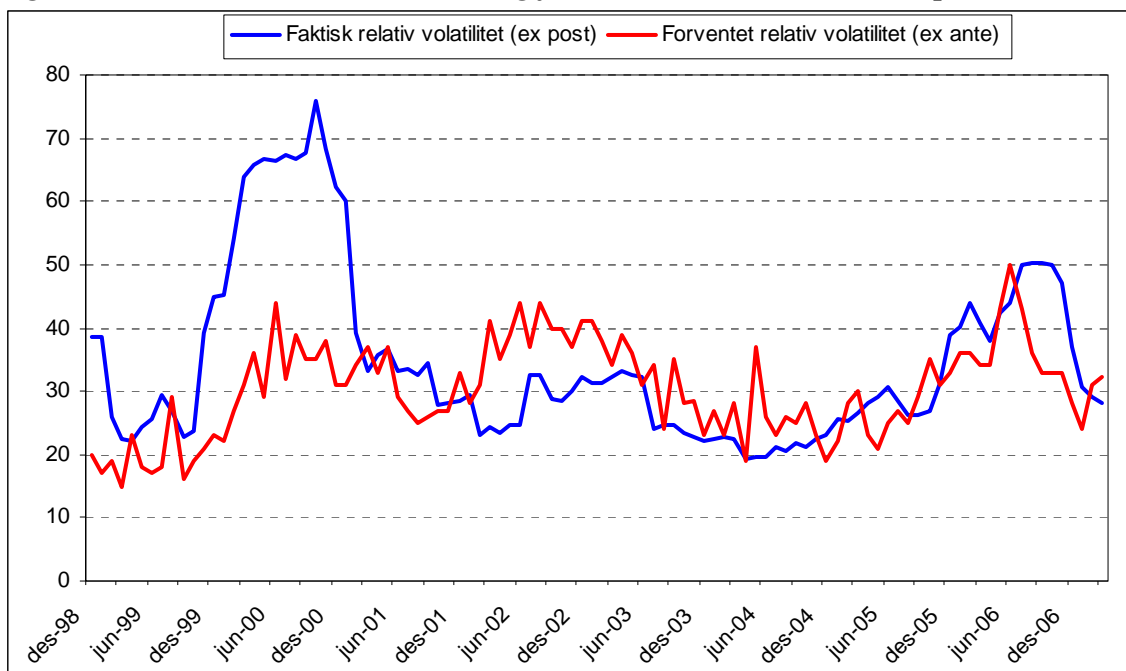


I styringen av forvaltningen har Finansdepartementet satt en begrensning på hvor forskjellig sammensetningen av fondet kan være fra referanseporteføljen. Dette er gjort ved å sette en grense for forventet avvik i avkastningen mellom den faktiske porteføljen og referanseporteføljen. Denne grensen for 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 aktivaklasser og verdipapirer.

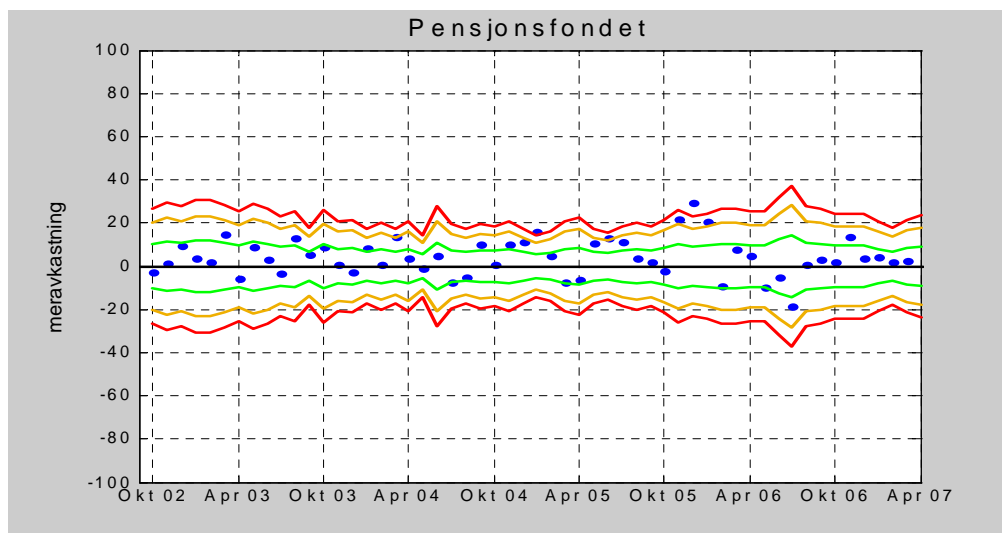
Den røde linjen i figur 3-9 viser utviklingen i forventet relativ volatilitet fra desember 1998. Figuren viser at det har vært en viss reduksjon i forventet relativ volatilitet siden halvårsskiftet 2006. Forventet relativ volatilitet var 32 basispunkter ved utgangen av kvartalet. I ettertid kan vi bruke 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 (blå punkter) og konfidensintervall målt ved standardavvik.

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



Modellen tilsier at i omlag 68 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 3-11 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 en indikator 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 2007 har informasjonsraten for fondet vært på 1,28 målt som årsrate. Tabell 3-6 gir en historisk oversikt over informasjonsraten for fondet samlet og for hver aktivaklasse.

**Tabell 3-6: Informasjonsrater**

Periode	Fondet	Aksjer	Renter
Siste 12 måneder	0,16	-0,32	2,05
Siden 2002	1,64	0,96	3,11
Siden 1999	1,36	1,05	2,08

### Overholdelse av retningslinjer for forvaltningen

Finansdepartementet har gjennom forskrift og utfyllende retningslinjer for fondet fastsatt grenser for risiko og eksponering. Disse grensene og den faktiske tilpasningen i porteføljen fremgår av tabell 3-7. Det var i løpet av kvartalet ingen brudd på investeringsretningslinjene.

**Tabell 3-7: Forskriftens og retningslinjenes grenser for risiko og eksponering**

	Risiko	Grenser	Faktisk				
			31.03.06	30.06.06	30.09.06	31.12.06	31.03.07
§ 5	Markedsrisiko	Maksimalt 1,5 prosentpoeng relativ volatilitet	0,34	0,50	0,33	0,28	0,32
§ 4	Aktivafordeling	Rentebærende instrumenter 50-70%	59,1	59,5	59,8	59,3	59,9
		Egenkapitalinstrumenter 30-50%	40,9	40,5	40,2	40,7	40,1
§ 4	Markedsfordeling aksjer <sup>10</sup>	Europa 40-60%	48,5	49,0	49,1	50,1	49,7
		Amerika og Afrika 25-45%		36,1	35,5	34,4	35,0
		Asia og Oseania 5-25%		14,9	15,4	15,5	15,3
		Amerika, Afrika, Asia og Oseania 40-60 %	51,5				
	Valutafordeling renter <sup>10</sup>	Europa 50-70%	55,5	60,8	59,8	60,4	59,7
		Amerika og Afrika 25-45%	34,2	32,6	34,7	34,3	35,0
		Asia og Oseania 0-15%	10,4	6,6	5,5	5,3	5,3
§ 6	Eierandel	Maks 5% av et selskap	3,9	4,7	4,5	4,5	4,5

Tabell 3-8 viser sammensetningen av rentepapirporteføljen (renteporteføljen eksklusive kontanter) basert på kredittvurderingene til Moody`s og Standard & Poor`s (S&P).

**Tabell 3-8: Porteføljen av rentebærende verdipapirer pr. 31. mars 2007 fordelt etter kredittvurdering (i prosent av markedsverdi)**

Moody's		Standard & Poor's	
Karakter	Prosent av total	Karakter	Prosent av total
Aaa	54,6	AAA	51,4
Aa	16,4	AA	12,2
A	15,7	A	17,9
Baa	8,0	BBB	8,6
Ba	0,5	BB	0,8
Lavere	0,3	Lavere	0,2
Ingen vurdering	4,5	Ingen vurdering	8,9

### Kostnader

Forvaltningsavtalen mellom Finansdepartementet og Norges Bank fastsetter prinsippene for den godtgjøring Norges Bank skal motta for forvaltningen av Statens pensjonsfond – Utland. For 2007 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 valutaeserver. 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

<sup>10</sup> Finansdepartementet har i 2006 endret regionvektene, jf. omtale i Revidert nasjonalbudsjett 2006.

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.

**Tabell 3-9: Forvaltningskostnader i første kvartal 2007 (i tusen kroner og i prosent av gjennomsnittlig portefølje)**

	Første kvartal 2007		Første kvartal 2006	
	1000 kroner	Prosent	1000 kroner	Prosent
Interne kostnader i aksjeforvaltningen	64 440		51 866	
Kostnader til aksjedefot og oppgjør	22 725		23 870	
<b>Samlede kostnader i den interne aksjeforvaltningen</b>	<b>87 165</b>	<b>0,08</b>	<b>75 736</b>	<b>0,08</b>
Interne kostnader i renteforvaltningen	66 211		43 968	
Kostnader til rentedefot og oppgjør	26 112		18 262	
<b>Samlede kostnader i den interne renteforvaltningen</b>	<b>92 323</b>	<b>0,04</b>	<b>62 230</b>	<b>0,03</b>
Minimumshonorarer til eksterne forvaltere	125 118		87 929	
Avkastningsavhengige honorarer til eksterne forvaltere	42 905		131 406	
Andre kostnader ved ekstern forvaltning	38 660		28 284	
<b>Samlede kostnader i den eksterne forvaltningen</b>	<b>206 683</b>	<b>0,21</b>	<b>247 619</b>	<b>0,33</b>
<b>Sum alle forvaltningskostnader</b>	<b>386 171</b>	<b>0,09</b>	<b>385 585</b>	<b>0,11</b>
<b>Sum forvaltningskostnader, eksklusive avkastningsavhengige honorarer</b>	<b>343 266</b>	<b>0,08</b>	<b>254 179</b>	<b>0,07</b>

Omregnet til årsrate utgjorde kostnadene i første kvartal 2007 0,09 prosent av gjennomsnittlig markedsverdi av fondet (jf. tabell 3-9). Sett bort fra avkastningsavhengige honorarer til eksterne forvaltere utgjorde kostnadene 0,08 prosent av markedsverdien. Til sammenligning utgjorde kostnadene i første kvartal 2006 0,07 prosent av markedsverdien. For den interne aksjeforvaltningen var det ingen endring i forholdstallet mellom kostnader og beløp under forvaltning fra første kvartal 2006 til første kvartal 2007. For den interne renteforvaltningen økte dette forholdstallet fra 0,03 til 0,04 prosent av markedsverdien. Kostnadsøkningen innenfor renteforvaltningen har i første rekke sammenheng med innføring av et nytt porteføljevaltningsystem, som vil tilrettelegge for utvidelse av instrumentbruken i forvaltningen. I tillegg gjennomføres også flere IT-prosjekter med sikte på redusere den operasjonelle risikoen i renteforvaltningen.

Eksterne kostnader i forhold til beløp under forvaltning var lavere i første kvartal 2007 enn i første kvartal 2006, som følge av en betydelig reduksjon i avkastningsavhengige honorarer til eksterne forvaltere.

Kostnadene fordeles på intern og ekstern forvaltning ved hjelp av fordelingsnøkler for de interne kostnadene og depotkostnadene. Anslagsvis 54 prosent av kostnadene gjaldt ekstern forvaltning, mens om lag 21 prosent av fondets portefølje forvaltes av eksterne. Enhetskostnadene i intern forvaltning var om lag 0,05 prosentpoeng, mot 0,21 prosentpoeng i ekstern forvaltning.

## 4. Norges Banks valutareserver

### Hovedpunkter fra første kvartal 2007:

#### Investeringsporteføljen

- Markedsverdi 224,3 milliarder kroner pr. 31. mars
- Periodeavkastning målt i internasjonal valuta:
  - Samlet: 1,43 prosent
  - Aksjeforvaltningen: 2,33 prosent
  - Renteforvaltningen: 0,80 prosent
- Meravkastning 0,02 prosent

#### Petrobufferporteføljen

- Overført 93,4 milliarder kroner til Statens pensjonsfond – Utland
- Tilført 38,8 milliard kroner fra SDØE
- Tilført 34,4 milliarder kroner fra Norges Banks egne valutakjøp
- Markedsverdi 3,2 milliarder kroner pr. 31. mars
- Periodeavkastning 0,2 prosent målt i norske kroner

### Investeringsporteføljens markedsverdi

Markedsverdien av investeringsporteføljen var ved utgangen av første kvartal på 224,3 milliarder kroner, noe som er en nedgang på 0,2 milliarder i løpet av kvartalet. Positiv avkastning på investerte midler bidro til en verdiøkning med 3,2 milliarder kroner. En sterkere kronekurs i forhold til de valutaer porteføljen er investert i, reduserte verdien med 3,4 milliarder kroner. Endring i kronekursen har imidlertid ingen betydning for porteføljens internasjonale kjøpekraft.

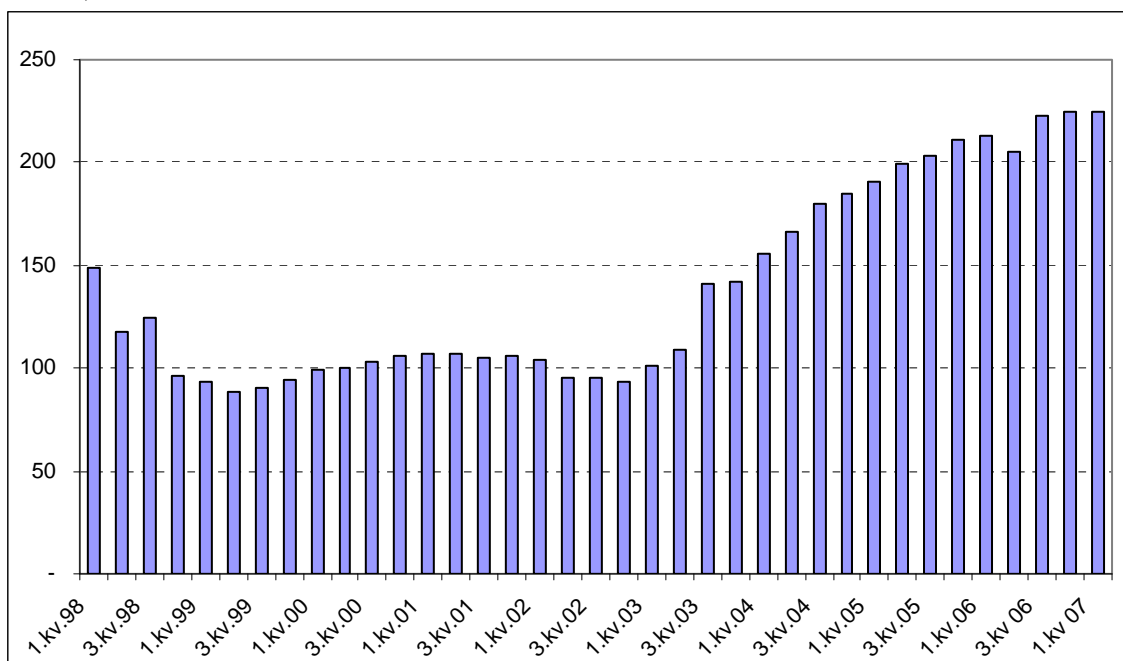
Tabell 4-1 viser markedsverdien ved de siste kvartalsskifter, og endringen i markedsverdi i første kvartal 2007 fordelt på tilførsel, avkastning i internasjonal valuta og endring i kronens internasjonale verdi

**Tabell 4-1: Investeringsporteføljens markedsverdi de siste kvartalsskifter, og endringen i markedsverdi i første kvartal 2007 (millioner kroner)**

	Aksjeforvaltningen	Renteforvaltningen	Totalt
31-mar-2006	83 495 122	129 174 397	212 669 519
30-jun-2006	79 754 316	125 933 545	205 687 861
30-sep-2006	87 672 298	135 406 787	223 079 085
<b>31-des-2006</b>	<b>92 142 834</b>	<b>132 373 948</b>	<b>224 516 782</b>
Tilførsel	-	-	-
Avkastning i markedet	2 131 982	1 040 664	3 172 646
Endring i kroneverdi	-1 414 525	-2 006 539	-3 421 064
<b>31-mar-2007</b>	<b>92 860 291</b>	<b>131 408 073</b>	<b>224 268 364</b>

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

**Figur 4-1: Markedsverdien av investeringsporteføljen 1998 – 2007 (milliarder kroner)**



#### Porteføljens avkastning

Investeringsporteføljen hadde i første kvartal 2007 en periodeavkastning på 1,43 prosent målt i referanseporteføljens valutakurv, se tabell 4-2. Målt i norske kroner var totalavkastningen i første kvartal på –0,11 prosent. Lavere avkastning målt i norske kroner skyldes at kronen i løpet av kvartalet har blitt sterkere i forhold til valutaene i referanseporteføljen.

Avkastningen på faktisk portefølje i første kvartal var 0,02 prosentpoeng høyere enn avkastningen på referanseporteføljen. Regnet som absolutt beløp utgjør meravkastningen 51 millioner kroner i første kvartal 2007. Den interne renteforvaltningen bidro med meravkastning, mens det var negativt bidrag fra aksjeforvaltningen.

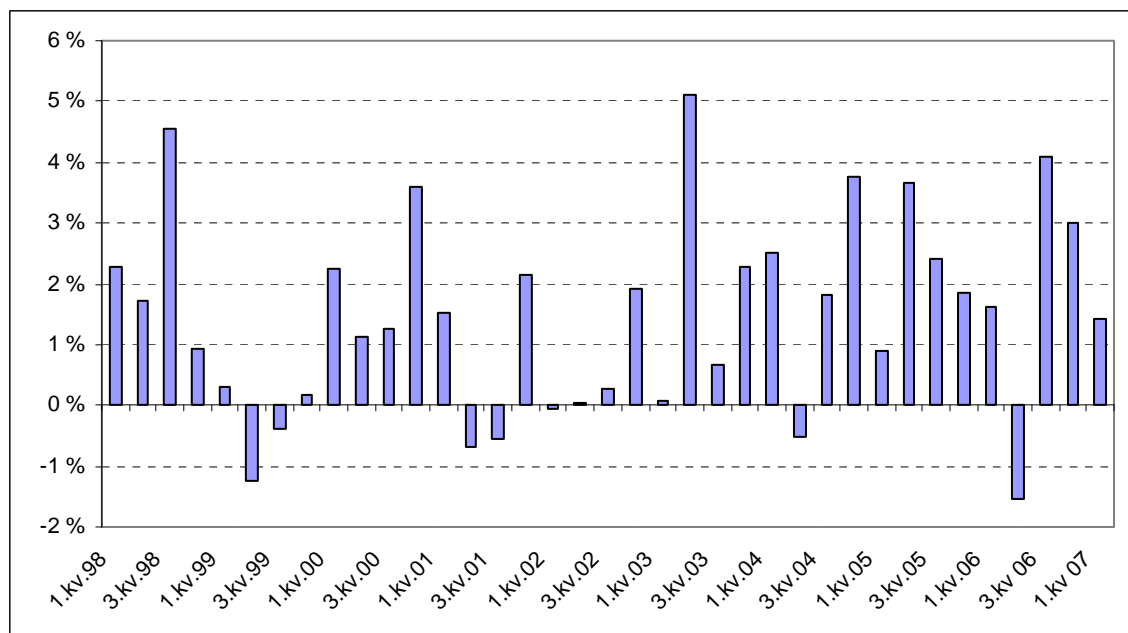
**Tabell 4-2: Avkastningen av investeringsporteføljen (prosent). Faktisk portefølje og referanseportefølje i første kvartal 2007**

	Avkastningen målt i referanseporteføljens valutakurv		Avkastningen målt i norske kroner		
	Faktisk portefølje	Referanseportefølje	Faktisk portefølje	Referanseportefølje	Meravkastning
Januar	0,42	0,46	0,18	0,22	-0,04
Februar	0,29	0,29	-0,77	-0,77	-0,01
Mars	0,71	0,65	0,49	0,42	0,07
<b>Første kvartal</b>	<b>1,43</b>	<b>1,41</b>	<b>-0,11</b>	<b>-0,13</b>	<b>0,02</b>

I første kvartal påløp det transaksjonskostnader i forbindelse med innfasing av ny referanseportefølje for investeringsporteføljen. De direkte og indirekte transaksjonskostnadene knyttet til innfasingen er estimert til 31,7 millioner kroner.

Fra 1.1 1998 har den gjennomsnittlige kvartalsavkastningen målt i valuta vært 1,47 prosent. Figur 4-2 viser avkastningen hvert kvartal. Det har vært negativ avkastning i 7 av 37 kvartaler.

**Figur 4-2: Kvartalsvis avkastning fra 1998 til 2007 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.

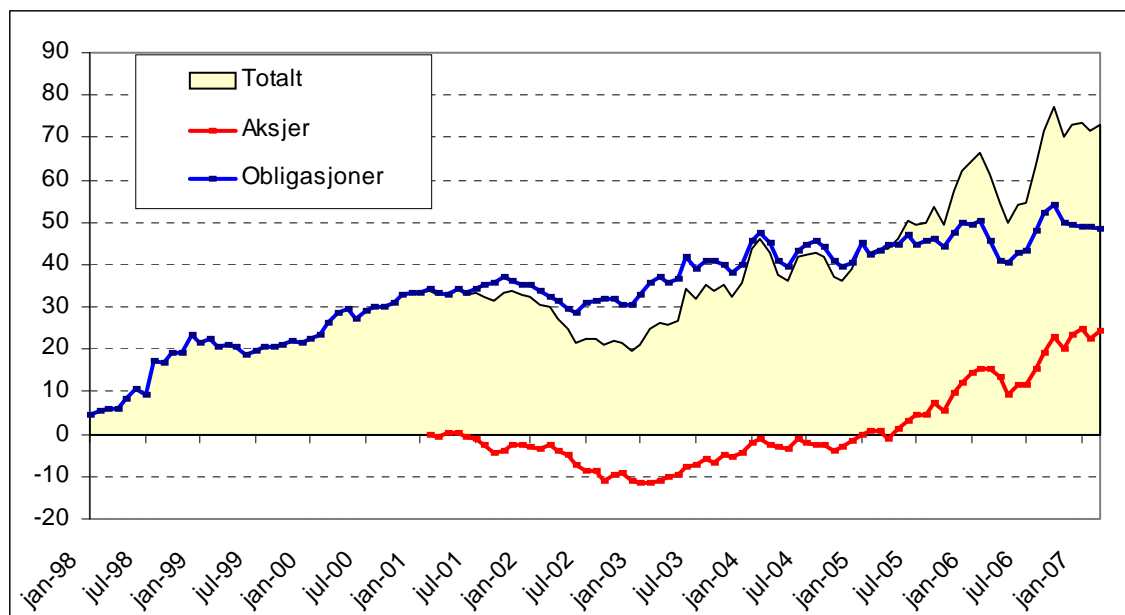
**Tabell 4-3: Årlige avkastningsrater for investeringsporteføljen målt i porteføljens valutakurv (prosent pr. år)**

	Nominell årlig avkastning	Årlig prisvekst <sup>11</sup>	Forvaltningskostnader	Årlig netto realavkastning	Årlig brutto meravkastning
Fra 01.01.98	5,95	1,81	0,06	4,01	0,20
Fra 01.01.99	5,49	1,91	0,06	3,45	0,23
Fra 01.01.00	6,44	1,99	0,07	4,30	0,24
Fra 01.01.01	6,12	1,97	0,07	4,01	0,26
Fra 01.01.02	6,84	2,09	0,07	4,58	0,29
Fra 01.01.03	7,97	2,11	0,06	5,67	0,27
Fra 01.01.04	7,87	2,29	0,06	5,39	0,18
Fra 01.01.05	7,94	2,24	0,06	5,51	0,22
Fra 01.01.06	7,03	2,14	0,06	4,73	0,13

<sup>11</sup> Veid gjennomsnitt av konsumprisstigningen i de land som i vedkommende år inngår i porteføljens referanseportefølje.

Tabellen viser at årlig netto realavkastning siden 1. januar 1998 har vært 4,01 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 0,20 prosentpoeng pr. år siden 1.1.1998.

**Figur 4-3: Akkumulert avkastning av investeringsporteføljen 1998-2007 (i milliarder kroner)**



Porteføljens akkumulerte avkastning i perioden 1. januar 1998 til utgangen av første kvartal 2007 var 73 milliarder kroner. Det er vist ved det skraverte feltet i figur 4-3. 24 milliarder eller 33 prosent av den akkumulerte avkastningen kommer fra aksjeplasseringene. Den røde linjen i figuren viser utviklingen i akkumulert avkastning av aksjeinvesteringene. Fra januar 2001 da de første aksjeinvesteringene ble foretatt, til april 2005 var det negativ akkumulert avkastning av aksjeplasseringene.

Den blå linjen i figuren viser at avkastningen av renteinvesteringene har hatt en langt mer stabil utvikling. Akkumulert avkastning av renteinvesteringene var 49 milliarder kroner ved utgangen av kvartalet. Det tilsvarer 67 prosent av den samlede akkumulerte avkastningen i perioden.

Den akkumulerte avkastningen fra 1. januar 1998 har vært 70,7 prosent for den faktiske porteføljen og på 67,8 prosent for referanseporteføljen (figur 4-4). Forskjellen mellom de to avkastningstallene er den brutto meravkastningen som er oppnådd i forvaltningen; til sammen 2,9 prosentpoeng siden 1998.

I beløp har summen av oppnådd meravkastning vært på 2,2 milliarder kroner. Figuren viser også at det er oppnådd meravkastning i 28 av de 37 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) 1998-2007**



#### Renteforvaltningen

Markedsverdien av renteporteføljen falt med 1,0 milliarder kroner i første kvartal til 131,4 milliarder kroner. Positiv avkastning av renteinvesteringene økte verdien med 1,0 milliarder kroner, mens en sterkere kronkurs reduserte porteføljen med 2,0 milliarder kroner. Endring i kronkursen har imidlertid ingen betydning for porteføljens internasjonale kjøpekraft.

Om lag 85 prosent av porteføljen forvaltes internt i Norges Bank med bruk av både utvidet indeksforvaltning, der hovedformålet er å oppnå markedseksponering i samsvar med referanseporteføljen, og aktive strategier med sikte på å oppnå meravkastning i forhold til referanseporteføljen.

#### Aksjeforvaltningen

Markedsverdien av aksjeporteføljen økte med 0,7 milliarder kroner til 92,9 milliarder kroner ved utgangen av kvartalet. Positiv avkastning av aksjeinvesteringene økte verdien med 2,1 milliarder kroner, mens en sterkere kronkurs reduserte porteføljen med 1,4 milliarder kroner. Endring i kronkursen har imidlertid ingen betydning for porteføljens internasjonale kjøpekraft. Ved utgangen av kvartalet var hele aksjeporteføljen internt forvaltet i Norges Bank.

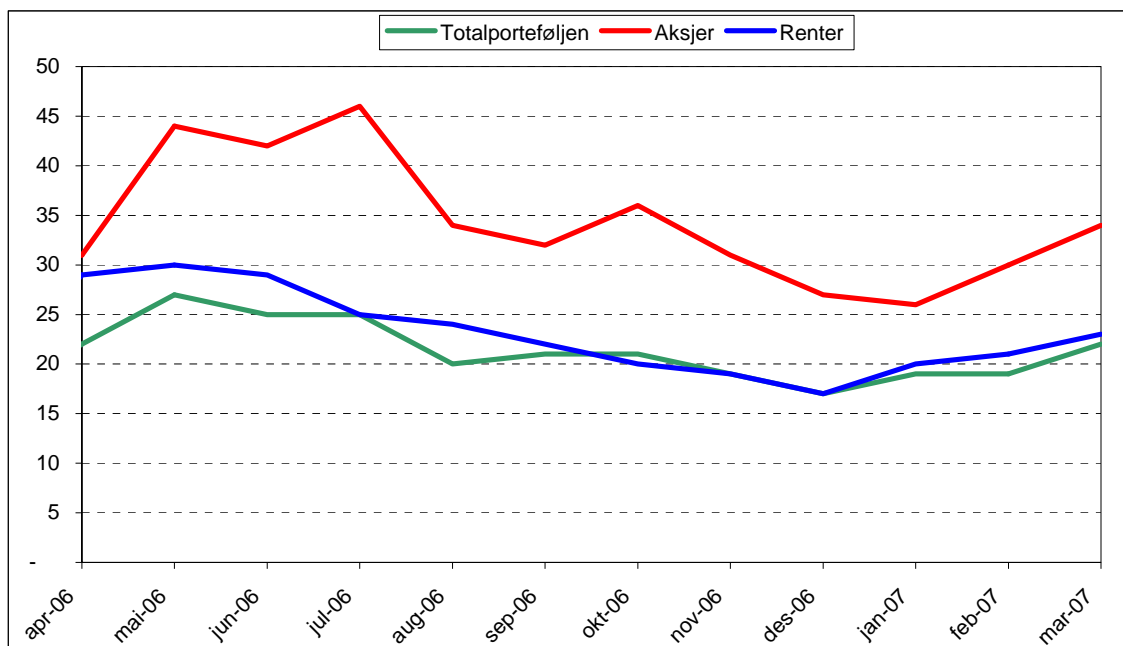
#### Markedsrisiko

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 0,25 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 0,86.

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	0,45	-1,51	1,69
Siden 2002	1,67	-0,57	2,69
Siden 1999	1,34	N.A. <sup>12</sup>	2,04

#### Overholdelse av 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.

<sup>12</sup> De første aksjeplasseringene ble foretatt i 2001.

**Tabell 4-5: Risiko og eksponering**

Risiko		Faktisk				
		31.03.06	30.06.06	30.09.06	31.12.06	31.03.07
Markedsrisiko (prosentpoeng)	Relativ volatilitet	0,16	0,25	0,21	0,17	0,22
Aktivafor­deling	Obligasjoner	60,74	61,23	60,70	58,96	58,61
	Aksjer	39,26	38,77	39,30	41,04	41,42
Markedsfor­deling aksjer	Europa	50,00	50,91	51,18	52,40	53,45
	Amerika	36,58	35,58	35,51	34,61	33,29
	Asia/Oseania	13,42	13,51	13,31	12,99	13,26
Markedsfor­deling Obligasjoner	Europa	56,43	61,34	58,42	59,70	60,16
	Amerika	37,38	32,44	35,70	35,01	34,18
	Asia/Oseania	6,19	6,22	5,88	5,29	5,66
Eierandel (prosent)	Største eierandel Maks. 5%	0,68	0,82	0,95	1,27	2,29

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. 31.03.2007 fordelt etter kredittvurdering (prosent av markedsverdi)**

Moody's		Standard & Poor's	
Karakter	Prosent av total	Karakter	Prosent av total
Aaa	54,26	AAA	51,00
Aa	17,36	AA	11,71
A	13,00	A	15,26
Baa	7,31	BBB	7,90
Ba	1,45	BB	2,26
Lavere rating	1,02	Lavere rating	0,59
Ingen rating	5,60	Ingen rating	11,28

### 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 2007 38,4 millioner kroner, noe som tilsvarer 0,07 prosent av gjennomsnittlig portefølje (årsrate).

## Petrobufferporteføljen

### Tilførsler til petrobufferporteføljen og overføringer til Statens pensjonsfond – Utland i første kvartal 2007

Tabell 4-7 gir en oversikt over tilførsler til petrobufferporteføljen og overføringer til Statens pensjonsfond – Utland i første kvartal 2007. Fra SDØE fikk porteføljen tilført 38,8 milliarder kroner i løpet av kvartalet. I tillegg fikk porteføljen tilført valuta fra Norges Banks kjøp i markedet for til sammen 34,4 milliarder kroner i første kvartal

Overføringen til Pensjonsfondet var på 93,4 milliarder kroner i første kvartal 2007.

**Tabell 4-7: Tilførsler til og overføringer fra petrobufferporteføljen i første kvartal 2007. Millioner kroner**

Periode	Tilført fra SDØE	Valutakjøp i markedet	Overført til Pensjonsfondet	Markedsverdi ved kvartals-/ månedsslutt
Januar	13 369	12 536	35 064	14 204
Februar	14 051	9 797	33 370	4 680
Mars	11 371	12 096	24 985	3 205
<b>Første kvartal</b>	<b>38 791</b>	<b>34 429</b>	<b>93 419</b>	-

### Størrelse og avkastning

Ved utgangen av første kvartal 2007 var markedsverdien til petrobufferporteføljen 3,2 milliarder kroner sammenlignet med 23,7 milliarder kroner den 31. desember 2006. Petrobufferporteføljen hadde i første kvartal en avkastning på 0,2 prosent målt i norske kroner. I absolutt beløp tilsvarer dette -285 millioner kroner.

## 5. Statens petroleumsforsikringsfond

### Hovedpunkter fra første kvartal 2007:

- Markedsverdi 15,1 milliarder kroner pr. 31. mars
- Periodeavkastning 0,81 prosent målt i internasjonal valuta
- Periodeavkastning -0,67 prosent målt i norske kroner
- Meravkastning 0,06 prosent
- Skadeutbetalinger for 14,6 millioner kroner

### Fondets markedsverdi

Fondets internasjonale portefølje hadde ved utgangen av første kvartal 2007 en markedsverdi på 15,1 milliarder kroner. I tillegg hadde arbeidskontoen i norske kroner en saldo på 127 millioner kroner. Markedsverdiene av Petroleumsforsikringsfondets valutaporteføljer ved utgangen av hvert kvartal det siste året fremgår av tabell 5-1.

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

	31.03.2006	30.06.2006	30.09.2006	31.12.2006	31.03.2007
EUR	6 906	7 389	7 696	7 596	7 544
GBP	2 073	2 220	2 349	2 343	2 293
USD	4 835	5 092	5 492	5 248	5 246
<b>Total markedsverdi</b>	<b>13 814</b>	<b>14 701</b>	<b>15 537</b>	<b>15 187</b>	<b>15 084</b>

### Fondets avkastning

I første kvartal 2007 var Petroleumsforsikringsfondets avkastning 0,81 prosent målt i den valutakurv som svarer til sammensetningen av referanseporteføljen jf. tabell 5-2. Målt i norske kroner var avkastningen på -0,67 prosent. Forskjellen skyldes at kronen i løpet av kvartalet ble sterkere i forhold til de valutaslagene som inngår i referanseporteføljen. Den faktiske avkastningen var 0,06 prosentpoeng høyere enn 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	-0,18	-0,30	-0,32	0,00
Februar	1,06	1,03	-0,05	-0,07	0,03
Mars	-0,08	-0,11	-0,32	-0,35	0,02
<b>Første kvartal</b>	<b>0,81</b>	<b>0,74</b>	<b>-0,67</b>	<b>-0,74</b>	<b>0,06</b>

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

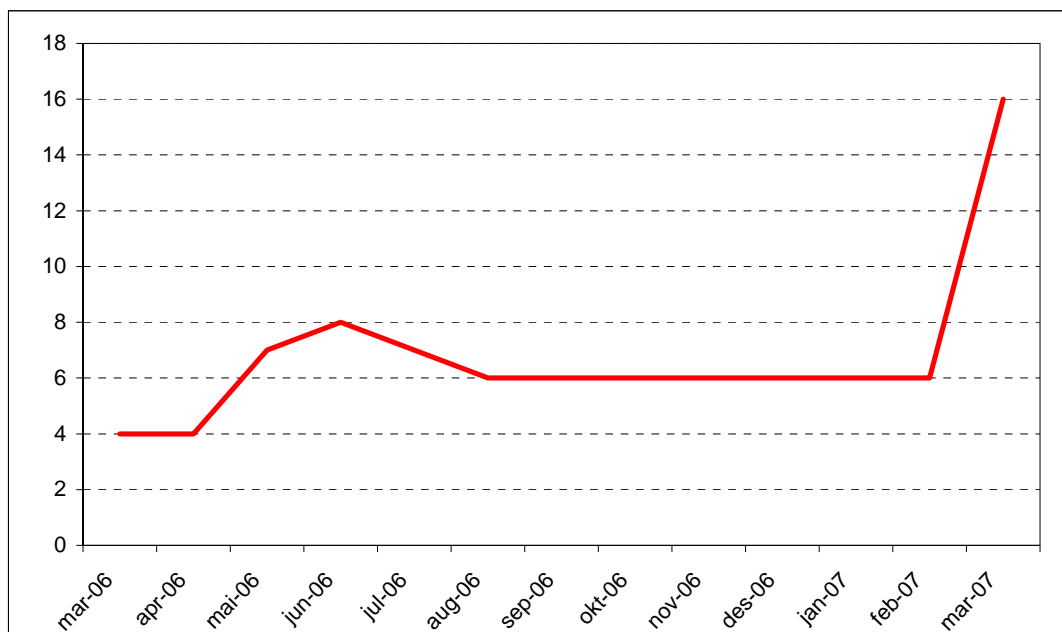
Hele porteføljen blir forvaltet internt i Norges Bank, og har hele tiden ligget svært nær referanseporteføljen. Porteføljen er i hovedsak investert i statsobligasjoner og andre obligasjoner som er inkludert i Lehman-indeksens delsektor for andre offentlige obligasjoner ("Government-related"). I tillegg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

I løpet av kvartalet ble det foretatt skadeutbetalinger for 14,6 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 2007 ligget godt innenfor den øvre grensen, jf. figur 5-1.

**Figur 5-1: Forventet relativ volatilitet siste 12 måneder (målt i basispunkter, dvs hundre deler 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 2007**

Valuta	Faktisk portefølje	Referanseporteføljen
EUR	3,95	3,90
GBP	4,10	4,00
USD	4,03	4,08
<b>SUM</b>	<b>4,00</b>	<b>3,98</b>

#### 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 2007.

**Tabell 5-4: Forskriftens og retningslinjenes grenser for risikoeksponering**

Risiko	Grenser	Faktisk				
		31.03.06	30.06.06	30.09.06	31.12.06	31.03.07
Markedsrisiko	Maksimalt 0,75 prosent-poeng relativ volatilitet	0,04	0,08	0,06	0,06	0,16
Renterisiko	Modifisert durasjon maks 5	3,92	3,98	3,98	3,93	4,00

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 2007 fordelt etter kredittvurdering**

Moody's		Standard & Poor's	
Karakter	Prosent av total markedsverdi	Karakter	Prosent av total markedsverdi
Aaa	68,23	AAA	58,78
Aa	24,99	AA	16,29
A	6,78	A	21,56
Ingen rating <sup>13</sup>	0	Ingen rating	3,37

#### 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 2007 ble det fastsatt en godtgjøringssats på 0,06 prosent av gjennomsnittlig markedsverdi av porteføljen. For første kvartal 2007 utgjorde påløpt godtgjøring 2,3 millioner kroner.

<sup>13</sup> Hvis et verdipapir har karakteren "ingen vurdering" fra Moody's, har det en godkjent vurdering fra ett av de to andre godkjente 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. Poster utenfor balansen vises i en egen tabell. Tabell 2 viser bokført avkastning, som i første kvartal var på -898 millioner kroner før forvaltningsgodtgjøringen til Norges Bank trekkes fra.

**Tabell 1: Pensjonsfondets internasjonale portefølje pr 31. mars 2007 fordelt på instrumenter (i millioner kroner)**

	31.03.2006	31.12.2006	31.03.2007
Kortsiktige fordringer/gjeld inkl. innskudd i utenlandske banker	-3 436	6 918	11 520
Pengemarkedsplasseringer i utenlandske finansinstitusjoner mot sikkerhet i verdipapirer	556 186	619 746	699 614
Innlån fra utenlandske finansinstitusjoner mot sikkerhet i verdipapirer	-456 642	-728 414	-715 624
Utenlandske rentebærende verdipapirer	785 047	1 166 941	1 142 421
Utenlandske aksjer	603 624	720 256	738 388
Reguleringer av terminkontrakter og derivater	-775	-1 777	-129
<b>Total portefølje før forvaltningsgodtgjøring</b>	<b>1 484 004</b>	<b>1 783 670</b>	<b>1 876 190</b>
Påløpt forvaltningsgodtgjøring	-386	-1 526	-386
Påløpt rådgivningshonorar		-5	
<b>Netto portefølje</b>	<b>1 483 618</b>	<b>1 782 139</b>	<b>1 875 804</b>

Poster utenfor balansen (i mill. kroner)	31.03.2006	31.12.2006	31.03.2007
<b>Forpliktelser</b>			
Derivater og terminkontrakter, solgt	933 480	1 228 557	1 437 240
Derivater og terminkontrakter, kjøpt	892 746	1 241 246	1 438 064
<b>Rettigheter</b>			
Opsjoner solgt	7 657	24 154	65 972
Opsjoner kjøpt	36 675	131 203	88 938

Det er en mindre forskjell i markedsverdi mellom avkastnings- (jf. tabell 3-1) og regnskapsrapportering pr. 31.03.07. Dette skyldes bl.a. forskjellig verddivurderingsmetode for pengemarkedsplasseringer.

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 2007 (i millioner kroner)**

	31.03.2006	31.12.2006	31.03.2007
Rentelementer	8 010	43 014	13 518
Dividende	3 024	14 232	3 411
Valutakursreguleringer <sup>14</sup>	-27 447	-24 232	-25 854
Urealisert verdipapirtap/gevinst	-8 444	13 592	-9 970
Realisert verdipapirtap/gevinst	23 224	47 482	17 407
Kurtasje	-17	-6	-51
Gevinst/tap futures	369	-3 329	-6
Gevinst opsjoner	56	126	-91
Gevinst/tap aksjebytteavtaler	758	2 174	-595
Gevinst/tap rentebytteavtaler	2 970	3 183	1 333
<b>Bokført avkastning på plasseringer</b>	<b>2 503</b>	<b>96 236</b>	<b>-898</b>
Påløpt forvaltningsgodtgjøring	-386	-1 526	-386
Påløpt rådgivningshonorar		-5	
<b>Netto avkastning</b>	<b>2 117</b>	<b>94 705</b>	<b>-1 284</b>

## 1.2 Investeringsporteføljen

**Tabell 1: Investeringsporteføljen pr 31. mars 2007 fordelt på instrumenter (i millioner kroner)**

	31.03.2006	31.12.2006	31.03.2007
Kortsiktige fordringer/gjeld inkl. innskudd i utenlandske banker	-4 353	-9 593	-11 559
Pengemarkedsplasseringer i utenl. finansinst.mot sikkerhet i verdipapirer	69 274	77 501	86 658
Innlån fra utenlandske finansinstitusjoner mot sikkerhet i verdipapirer	-67 157	-99 350	-104 123
Utenlandske rentebærende papirer	134 460	163 757	162 660
Utenlandske aksjer	84 461	92 300	90 068
Regulering av terminkontrakter og derivater	175	-100	561
<b>Total portefølje</b>	<b>216 860</b>	<b>224 515</b>	<sup>15</sup> <b>224 266</b>

Poster utenfor balansen	31.03.2006	31.12.2006	31.03.2007
<b>Forpliktelser</b>			
Derivater og terminkontrakter, solgt	179 303	200 684	228 162
Derivater og terminkontrakter, kjøpt	157 815	202 861	232 650
<b>Rettigheter</b>			
Opsjoner solgt	4 973	8 851	16 910
Opsjoner kjøpt	7 901	21 656	16 841

<sup>14</sup> Den regnskapsmessige valutakursreguleringen 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.

<sup>15</sup> Det er en forskjell i markedsverdi mellom avkastnings- (jf. tabell 4-1) og regnskapsrapportering pr. 31.03.07. Dette skyldes bl.a forskjellig vurderingsmetode for pegemarkedsplasseringer.



**Tabell 2: Bokført avkastning av investeringsporteføljen pr 31. mars 2007 (i millioner kroner)**

Avkastning Investeringsporteføljen	31.03.2006	31.12.2006	31.03.2007
Renteelementer	1 431	6 695	1 479
Dividende	424	2 017	491
Valutakursreguleringer	-3 970	-4 298	-3 159
Urealisert verdipapirgevinst/tap	-1 186	1 265	-2 249
Realisert verdipapirgevinst/tap	1 762	4 626	2 671
Kurtasje	-1	-5	-1
Gevinst/tap futures	91	114	12
Gevinst/tap opsjoner	8	26	-8
Gevinst/tap aksjebytteavtaler	8	130	11
Gevinst/tap rentebytteavtaler	619	448	505
Andre driftskostnader	-14	-64	-18
<b>Netto avkastning</b>	<b>-828</b>	<b>10 954</b>	<b>-266</b>

### 1.3 Petrobufferporteføljen

**Tabell 1: Petrobufferporteføljen pr 31. mars 2007 fordelt på instrumenter (i millioner kroner)**

	31.03.2006	31.12.2006	31.03.2007
Kortsiktige fordringer/gjeld inkl. innskudd i utenlandske banker	37	12 447	1 858
Pengemarkedsplasseringer i utenl. finansinst.mot sikkerhet i verdipapirer	18 298	8 510	23 394
Regulering av terminkontrakter og derivater	-8	0	9
Gjeld til Statens pensjonsfond – Utland, uoppgjorte overføringer	-20 181	0	-24 985
<b>Total portefølje i følge regnskap</b>	<b>-1 854</b>	<b>20 957</b>	<b>276</b>
Ikke bokførte uoppgjorte kontrakter	6 186	2 731	2 929
<b>Valuta til forvaltning</b>	<b>4 332</b>	<b>23 688</b>	<b>3 205</b>

Poster utenfor balansen	31.03.2006	31.12.2006	31.03.2007
<b>Forpliktelser</b>			
Derivater og terminkontrakter, solgt	1 689	0	17 619
Derivater og terminkontrakter, kjøpt	1 689	0	17 619

**Tabell 2: Bokført avkastning av petrobufferporteføljen pr 31. mars 2007 (i millioner kroner)**

Avkastning	31.03.2006	31.12.2006	31.03.2007
Renteelementer	172	580	266
Valutakursreguleringer	-206	-1 414	-544
Andre driftskostnader	0	-1	-1
<b>Netto avkastning</b>	<b>-34</b>	<b>-835</b>	<b>-279</b>

## 1.4 Statens petroleumsforsikringsfond

**Tabell 1: Petroleumsforsikringsfondets internasjonale portefølje pr 31. mars 2007 fordelt på instrumenter (i tusen kroner)**

	31.03.2006	31.12.2006	31.03.2007
Kortsiktige fordringer/gjeld inkl. innskudd i utenlandske banker	-292 689	-61 495	-210 567
Pengemarkedsplasseringer i utenl. finansinst.mot sikkerhet i verdipapirer	2 888 074	2 768 751	3 230 844
Innlån fra utenlandske finansinstitusjoner mot sikkerhet i verdipapirer	0	0	0
Utenlandske rentebærende papirer	11 265 328	12 611 428	12 070 404
Regulering av terminkontrakter og derivater	-1 215	-3 381	-5 352
<b>Total portefølje før forvaltningsgebyr</b>	<b>13 859 498</b>	<b>15 315 302</b>	<b>15 085 328</b>
Skyldig forvaltningsgodtgjøring	-2 141	-8 741	-2 273
<b>Total portefølje</b>	<b>13 857 357</b>	<b>15 306 561</b>	<b>15 083 055</b>

Poster utenfor balansen (hele tusen)	31.03.2006	31.12.2006	31.03.2007
Derivater og terminkontrakter, solgt	804 257	1 025 453	1 022 132
Derivater og terminkontrakter, kjøpt	803 043	1 022 070	1 016 780

**Tabell 2: Bokført avkastning av Statens petroleumsforsikringsfond pr 31. mars 2007 (i tusen kroner)**

	31.03.2006	31.12.2006	31.03.2007
Rentelementer	150 514	663 863	176 266
Valutakursreguleringer	-238 604	-96 302	-221 108
Urealisert verdipapirgevinst/tap	-247 371	-279 557	-10 344
Realisert verdipapirgevinst/tap	-2 778	-37 234	-45 526
Andre driftskostnader	5	5	0
<b>Bokført avkastning på plasseringer</b>	<b>-338 235</b>	<b>250 775</b>	<b>-100 711</b>
Påløpt forvaltningsgodtgjøring	-2 141	-8 741	-2 273
<b>Netto avkastning</b>	<b>-340 376</b>	<b>242 034</b>	<b>-102 985</b>

## 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).

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 tilråding 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. Vedlegg 2 pkt. 4 gir en samlet oversikt over de selskaper som er trukket ut fra investeringsuniverset ved utgangen av første kvartal 2007.

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.

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, Amerika/Afrika 35 prosent og Asia/Oseania 15 prosent. Innenfor rentedelen er andelene 60 prosent i Europa, 35 prosent i Amerika og 5 prosent i Asia/Oseania.

**Referanseportefølje pr 31. mars 2007 (i prosent)**

Land for aksjereferansen Valuta for rentereferansen	Aksjer		Renteinstrumenter	
	Strategisk referanseportefølje	Faktisk referanseportefølje	Strategisk referanseportefølje	Faktisk referanseportefølje
<b>Vekt aktivaklasser</b>	<b>40,0</b>	<b>40,0</b>	<b>60,0</b>	<b>60,0</b>
Belgia		0,8		
Finland		0,9		
Frankrike		8,2		
Hellas		0,5		
Irland		0,6		
Italia		3,2		
Nederland		2,7		
Portugal		0,3		
Spania		3,3		
Tyskland		5,7		
Østerrike		0,4		
<i>Euro-området (EUR)</i>		26,5		47,8
Storbritannia (GBP)		16,2		9,7
Danmark (DKK)		0,6		0,7
Sveits (CHF)		4,8		0,5
Sverige (SEK)		2,0		1,2
<b>Sum Europa</b>	<b>50,0</b>	<b>50,1</b>	<b>60,0</b>	<b>59,8</b>
USA (USD)		31,0		33,1
Brasil		0,8		
Canada (CAD)		2,0		2,0
Mexico		0,5		
Sør-Afrika		0,7		
<b>Sum Amerika / Afrika</b>	<b>35,0</b>	<b>34,9</b>	<b>35,0</b>	<b>35,1</b>
Australia (AUD)		2,5		0,2
Hong Kong		1,2		
Japan (JPY)		8,5		4,5
New Zealand (NZD)		0,1		0,1
Singapore (SGD)		0,4		0,2
Sør-Korea		1,3		
Taiwan		1,0		
<b>Sum Asia / Oseania</b>	<b>15,0</b>	<b>15,0</b>	<b>5,0</b>	<b>5,0</b>

Aktivklasse- og regionvektene endres fortløpende som følge av endringer i markedsprisene på de papirer som inngår i referanseporteføljen. De månedlige tilførselene til Pensjonsfondet skal brukes til å bringe aktivklasse- 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 2007.

Vektene i den faktiske referanseporteføljen den 31. mars 2007 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 29. november 2006 visse endringer i referanseporteføljen til investeringsporteføljen. Regionvektene for renteporteføljen ble endret noe (Amerika fra 37 til 35 prosent og Europa fra 58 til 60 prosent), nedvektingsregelen for usikrede og pantesikrede obligasjoner utstedt av de store føderale boliglånsinstitusjonene i USA ble justert, og valutaene til New Zealand og Singapore ble inkludert i rentereferansen. Disse endringene ble implementert i første kvartal 2007.

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. Vedlegg 2 pkt. 4 gir en samlet oversikt over de selskaper som er trukket ut fra investeringsuniverset..

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 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, Amerika /Afrika 35 prosent og Asia/Oseania 15 prosent. Innenfor rentedelen er andelene 60 prosent i Europa, 35 prosent i Amerika og 5 prosent i Asia/Oseania.

Vektene i den faktiske referanseporteføljen den 31. mars 2007 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.

**Referanseportefølje pr 31. mars 2007 (i prosent)**

Land for aksjereferansen Valuta for rentereferansen	Aksjer		Renteinstrumenter	
	Strategisk referanseportefølje	Faktisk referanseportefølje	Strategisk referanseportefølje	Faktisk referanseportefølje
<b>Vekt aktivklasser</b>	<b>40,0</b>	<b>41,5</b>	<b>60,0</b>	<b>58,5</b>
Belgia		0,8		
Finland		0,9		
Frankrike		8,7		
Hellas		0,5		
Irland		0,6		
Italia		3,3		
Nederland		2,8		
Portugal		0,3		
Spania		3,5		
Tyskland		6,0		
Østerrike		0,4		
<i>Euro-området (EUR)</i>		28,0		48,0
Storbritannia (GBP)		17,1		9,7
Danmark (DKK)		0,6		0,7
Sveits (CHF)		5,1		0,5
Sverige (SEK)		2,1		1,2
<b>Sum Europa</b>	<b>50,0</b>	<b>52,9</b>	<b>60,0</b>	<b>60,1</b>
USA (USD)		29,1		32,9
Brasil		0,7		
Canada (CAD)		1,9		2,0
Mexico		0,4		
Sør-Afrika		0,6		
<b>Sum Amerika / Afrika</b>	<b>35,0</b>	<b>32,8</b>	<b>35,0</b>	<b>34,9</b>
Australia (AUD)		2,4		0,2
Hong Kong		1,2		
Japan (JPY)		8,1		4,5
New Zealand (NZD)		0,1		0,1
Singapore (SGD)		0,4		0,2
Sør-Korea		1,3		
Taiwan		1,0		
<b>Sum Asia / Oseania</b>	<b>15,0</b>	<b>14,4</b>	<b>5,0</b>	<b>5,1</b>

### 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 2007.

***Referanseporteføljen pr 31. mars 2007 (i prosent)***

<b>Valuta</b>	<b>Strategisk referanseportefølje</b>	<b>Faktisk referanseportefølje</b>
Euro	50,0	50,1
GBP	15,0	15,3
USD	35,0	34,6
<b>Sum</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>

**4. Selskaper som er trukket ut fra investeringsuniverset**

Finansdepartementet har i henhold til de etiske retningslinjene for Statens pensjonsfond – Utland besluttet at til sammen 20 selskaper er trukket ut fra fondets investeringsunivers. Beslutningene er basert på anbefalinger fra Etikkrådet. Bakgrunnen for uttrekkene er nærmer omtalt i pressemeldinger fra departementet. Tilrådingene fra Rådet er gjengitt på [www.etikkradet.no](http://www.etikkradet.no). Tabellen nedenfor gir en oversikt over de selskaper som er trukket ut fra fondet. De samme selskaper er også trukket ut fra investeringsuniverset til Norges Banks valutareserver.

**Selskaper som Finansdepartementet har trukket fra investeringsuniverset pr. 31. mars 2007**

Dato	Årsak	Selskap
26. april 2002	Produksjon av antipersonell landminer	Singapore Technologies, Singapore
31. mai 2005	Kartlegging av petroleumsforkomster utenfor Vest-Sahara	Kerr-McGee Corporation, U.S.A. <sup>16</sup>
31. august 2005	Produksjon av sentrale komponenter til klasebomber	Alliant Techsystems Inc., U.S.A. EADS Company N.V., Nederland <sup>17</sup> EADS Finance B.V., Nederland <sup>16</sup> 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.
31. mai 2006	Brudd på menneske- og arbeidstakerrettigheter	Wal-Mart Stores Inc Wal-Mart de Mexico S.A
31. mai 2006	Skader på miljøet	Freeport McMoRan Copper and Gold Inc
31. mars 2007	Skader på miljøet	DRD Gold Limited, Sør-Afrika

### **Vedlegg 3: Metodegrunnlag for beregning av avkastning og 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 referanseindeksene<sup>18</sup>. 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.

<sup>16</sup> KerrMcGee (nå fusjonert med Anadarko Petroleum) ble tillatt igjen fra 30. juni 2006

<sup>17</sup> EADS har i brev av 21. mars 2006 til Norges Bank opplyst at selskapet ikke lenger har investeringer i produksjon av klasevåpen. Finansdepartementet kunngjorde 10. mai 2006 at Etikkrådet har revurdert begrunnelsen for uttrekk av EADS. Departementet har besluttet å følge rådets tilråding om å opprettholde uttrekket av EADS fra investeringsuniverset med begrunnelsen at selskapet medvirker til produksjon av sentrale komponenter til kjernevåpen.

<sup>18</sup> Lehman Global Aggregate (LGA) og FTSE for henholdsvis renter og aksjer.



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.

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 valutakurser<sup>19</sup>.

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.

Norges Bank estimerer transaksjonskostnader ved innfasing av nye midler til Petroleumsfondet. Nye midler blir overført til fondet i form av kontanter. Når midlene blir investert i verdipapirer (aksjer og obligasjoner), vil en pådra seg både direkte og indirekte kostnader. I tråd med vanlig markedspraksis er det fra og med 2005 valgt en modell der direkte og indirekte transaksjonskostnader beregnes hver for seg. Indirekte transaksjonskostnader består av tre hovedkomponenter; likviditetskostnader, markedspåvirkninger og alternativkostnader. Norges Banks modell beregner transaksjonskostnadene i renteporteføljen ved full "bid-ask spread". Indirekte transaksjonskostnader i aksjeporteføljen estimeres ved StockFactsPro®. Markedspåvirkning i rentemarkedet er en funksjon av sektor, markedsforhold, transaksjonsstørrelse, størrelse på utstedt lån og likviditeten til utsteder. I de fleste tilfeller er bidragene fra disse variablene neglisjerbare.

---

<sup>19</sup> WM/Reuter Closing Spot Rates, fastsettes klokken 16:00 London tid.

## **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.

Hovedstyret har det overordnede ansvaret for virksomheten i Norges Bank. Det består av syv medlemmer, alle oppnevnt av Kongen. Representantskapet, som består av femten medlemmer oppnevnt av Stortinget, er bankens tilsynsorgan og vedtar bankens budsjett. Norges Banks revisjon rapporterer til representantskapet og utfører den løpende revisjonen av kapitalforvaltningen. Norges Banks valutareserver og Statens pensjonsfond – Utland inngår i Norges Banks årsregnskap som revideres av Norges Banks revisjon.

Hovedstyret fastsetter hovedrammer for virksomheten i NBIM gjennom strategiplaner. Strategiplanen er treårig og revurderes hvert annet år. En ny strategiplan for utvikling av kapitalforvaltningen frem til 2010 ble fastsatt av hovedstyret i begynnelsen av 2007. I løpet av planperioden kan kapital under forvaltning i Norges Bank øke vesentlig, samtidig som det kan bli aktuelt å investere i nye aktivklasser som fast eiendom og unoterte aksjer. Hovedmålene i planen er å skape store merverdier ved aktiv forvaltning av statens og Norges Banks finansformue i utlandet, ivareta eiernes langsiktige finansielle interesser ved aktiv selskapsstyring og sette ut i livet eiernes strategi for forvaltningen på en kostnadseffektiv, betryggende og tillitvekkende måte. Bak målene for virksomheten ligger en erkjennelse av at Norges Bank forvalter betydelige midler for det norske samfunn, noe som også fremgår av virksomhetens formål, visjon, målsettinger og verdier

NBIM følger en definert investeringsfilosofi for å nå målene om meravkastning. Investeringsfilosofien er basert på at meravkastningen skal oppnås ved et stort antall enkeltbeslutninger som er mest mulig innbyrdes uavhengige, fremfor store strategiske

enkeltbeslutninger. Ansvar for å fatte beslutninger er delegert til enkeltpersoner i form av konkrete investeringsmandater og til eksterne forvaltningsorganisasjoner. Også for de eksterne forvaltningsoppdragene er det definert klare mål og avgrensninger. Investeringsfilosofien er beskrevet nærmere i temaartikler i årsberetningene for 2003 og 1999.

Forvaltningen skal drives betryggende med stor vekt på gode rutiner for intern kontroll og uten vesentlige brudd på oppdragsgivernes retningslinjer. Organisasjonen skal drives kostnadseffektivt og lønnsomt. Lederressursene skal innrettes mot kjerneaktiviteter, og kjøp av eksterne tjenesteleveranser skal vurderes for alle andre aktiviteter.

NBIM er organisert ved egne forretningsområder for henholdsvis aksje- og renteforvaltning. Lederne for disse områdene 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 støtte- og analysefunksjoner, transaksjonsgjennomføring og IT-systemer. Disse rapporterer både til de respektive lederne for forretningsområdene, og til lederen for NBIM. I tillegg har NBIM avdelinger som er organisasjonsmessig utenfor og uavhengig av forretningsområdene med direkte rapportering til leder av NBIM. Disse avdelingene har ansvar for utøvelse av eierskap, risikomåling, avkastningsmåling, regnskapsføring, kontroll med investeringsretningslinjer, forhandling av juridiske avtaler, personalpolitikk, IT-policy og administrative fellesfunksjoner. Ved utgangen av første kvartal 2007 hadde NBIM i alt 135 fast ansatte.

