The top of the page features a blue header with a background image of a hand holding a globe. Overlaid on this are various financial data points in a light blue, semi-transparent font, including city names like 'New York', 'London', 'Tokyo', and 'Shanghai', along with times such as '02:50', '03:50', and '08:50'.

NBIM

Norges Bank Investment Management

Forvaltningen av Norges Banks valutareserver

Rapport for fjerde kvartal 2008

Valutareservene skal kunne brukes 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. Denne porteføljen får tilført midler fra Statens direkte økonomiske engasjement (SDØE) og fra Norges Banks valutakjøp i markedet. I Norges Bank forvalter NBIM investeringsporteføljen og petrobufferporteføljen, mens pengemarkedsporteføljen forvaltes av Norges Bank Pengepolitikk (rapporteres separat).

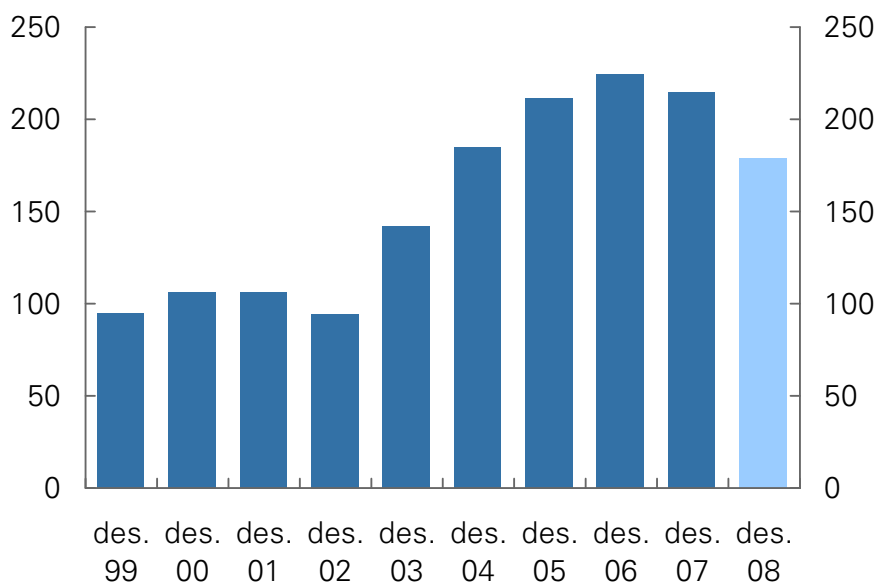
Investeringsporteføljen har en langsiktig investeringshorisont der formålet er å oppnå høyest mulig avkastning innenfor de begrensningene som følger av retningslinjer fastsatt av hovedstyret i Norges Bank. Hovedstyret har fastsatt en strategisk referanseportefølje for investeringsporteføljen.

1 Hovedtall

Fjerde kvartal 2008 var fortsatt preget av finansuroen som begynte med problemer i boliglånemarkedet i USA tidlig i 2007, og som senere utviklet seg til en mer omfattende global tillits- og likviditetskrise. Det var i fjerde kvartal sterk kursnedgang i aksjemarkedene.

Kursnedgangen i de internasjonale markedene i fjerde kvartal 2008 førte til negativ avkastning for investeringsporteføljen. Periodeavkastningen var -7,25 prosent målt i internasjonal valuta. Avkastningen i aksje- og renteporteføljen var henholdsvis -20,45 og 0,64 prosent. Porteføljeavkastningen var 2,65 prosentpoeng lavere enn avkastningen til referanseporteføljen som er fastsatt av hovedstyret i Norges Bank. Markedsverdien ved utgangen av 2008 var 179 milliarder kroner.

Figur 1-1 Investeringsporteføljen. Markedsverdi. Milliarder kroner. 1999 – 2008



Tabell 1-1 Nøkkeltall per 31. desember 2008. Annualiserte tall

(Målt i internasjonal valutakurv)	Siste år	Siste 3 år	Siste 5 år	Siste 10 år	Siden 1.1.1998
Porteføljøavkastning (prosent)	-17,47	-2,90	1,47	2,72	3,34
Referanseavkastning (prosent)	-13,51	-1,02	2,57	3,14	3,74
Meravkastning (prosentpoeng)	-3,96	-1,88	-1,09	-0,42	-0,39
Standardavvik (prosent)	10,62	7,37	6,14	4,78	4,64
Faktisk relativ volatilitet (prosentpoeng)	1,85	1,28	1,03	0,76	0,74
Informasjonsrate	-2,14	-1,47	-1,06	-0,56	-0,53
Brutto årlig avkastning (prosent)	-17,47	-2,90	1,47	2,72	3,34
Årlig prisvekst (prosent)	1,4	2,2	2,3	2,0	1,9
Årlige forvaltingskostnader (prosent)	0,08	0,07	0,07	0,07	0,07
Årlig netto realavkastning (prosent)	-18,65	-5,07	-0,85	0,67	1,37
Årlig brutto meravkastning (prosent)	-3,96	-1,88	-1,09	-0,42	-0,39

2 Markedsverdi og avkastning

Markedsverdien av investeringsporteføljen var 178,9 milliarder kroner ved utgangen av 2008. Verdien ble redusert med 13 milliarder kroner i løpet av fjerde kvartal (jf. tabell 2-1). Negativ avkastning på investerte midler reduserte verdien med 13,9 milliarder kroner og overføring til valutareservepengemarkedsportefølje reduserte verdien med 25 milliarder kroner. En svakere kronekurs i forhold til de valutaene porteføljen er investert i, økte verdien med 32,4 milliarder kroner. Endring i kronekursen har imidlertid ingen betydning for porteføljens internasjonale kjøpekraft.

Tabell 2-1 Investeringsporteføljen. Markedsverdi og endringer. Millioner kroner

	Aksjeforvaltningen	Renteforvaltningen	Totalt
31.12.2007	88 953	125 033	213 986
31.3.2008	75 278	123 609	198 887
30.6.2008	73 335	121 580	194 914
30.9.2008	67 143	124 722	191 865
Tilførsel	8 253	(33 253)	(25 000)
Avkastning	(13 839)	(43)	(13 882)
Endring i kroneverdi	9 942	17 080	32 370
31.12.2008	70 552	108 340	178 892

Investeringsporteføljen hadde i fjerde kvartal 2008 en periodeavkastning på -2,65 prosent målt i internasjonal valuta, det vil si målt i den valutakurven som tilsvarer sammensetningen av porteføljens referanseportefølje, se tabell 2-2. Aksjeporteføljen hadde en avkastning på -

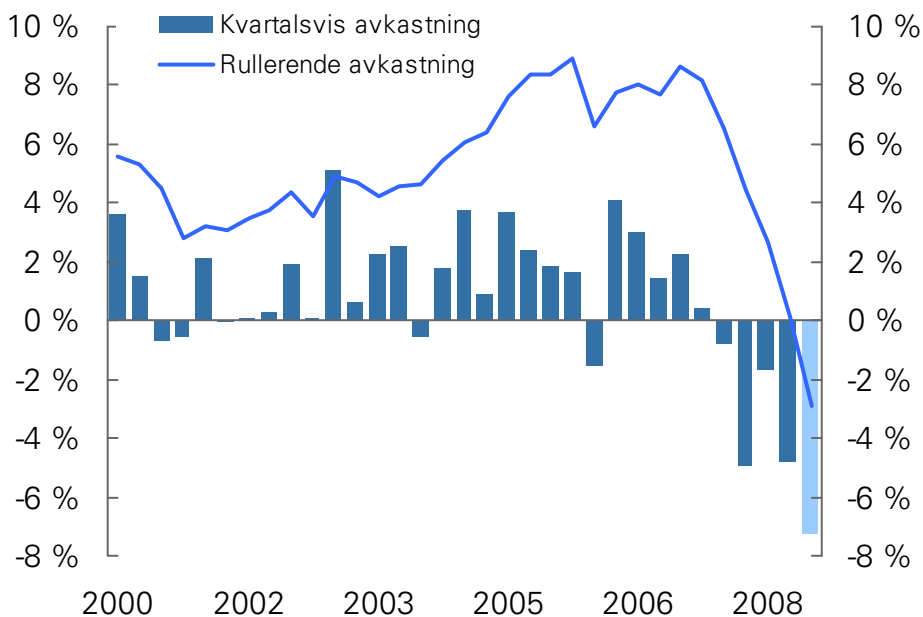
20,45 prosent og renteporteføljen en avkastning på 0,64 prosent. De siste tre års rullerende avkastning for hele porteføljen var 2,9 prosent, jf. figur 2-1.

Målt i norske kroner var totalavkastningen 7,3 prosent i fjerde kvartal 2008. Forskjellen mellom avkastningen målt i internasjonal valuta og avkastningen målt i norske kroner skyldtes at kronen i løpet av kvartalet svekket seg i forhold til de valutaene som inngår i referanseporteføljen.

Tabell 2-2 Nøkkeltall per 31. desember 2008. Kvartalstall

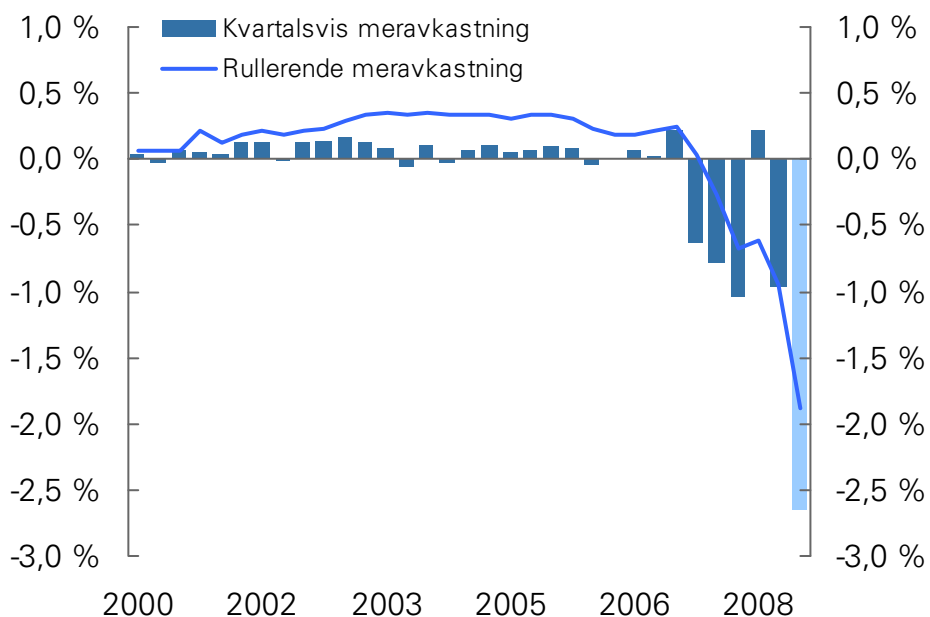
	3.kv. 2007	4.kv. 2007	1.kv. 2008	2.kv. 2008	3.kv. 2008	4.kv. 2008
Markedsverdi (mrdr. kroner)						
Markedsverdien av renteinvesteringene	122,2	125,0	123,6	121,6	124,7	108,3
Markedsverdien av aksjeinvesteringene	90,9	89,0	75,3	73,3	67,1	70,6
Markedsverdien av porteføljen	213,1	214,0	198,9	194,9	191,9	178,9
Avkastning målt i internasjonal valuta (prosent)						
Tilførsel i kvartalet	0,0	0,0	0,0	0,0	-8,9	-25,0
Avkastning i kvartalet	0,9	-1,9	-10,8	-3,2	-11,3	-20,3
Endring som følge av svinginger i NOK – kursen	-11,7	2,8	-4,3	-0,8	17,1	32,4
Avkastning målt i norske kroner (prosent)						
Avkastning av aksjeporteføljen	-1,52	-3,33	-12,99	-1,88	-11,41	-20,45
Avkastning av renteporteføljen	1,97	1,07	0,78	-1,54	-0,82	0,64
Avkastning av porteføljen	0,45	-0,80	-4,94	-1,66	-4,80	-7,25
Avkastning av referanseporteføljen	1,08	-0,03	-3,91	-1,88	-3,84	-4,60
Meravkastning	-0,63	-0,78	-1,04	0,22	-0,96	-2,65
Avkastning målt i norske kroner (prosent)						
Avkastning av aksjeporteføljen	-6,71	-2,14	-14,92	-2,21	-4,16	-7,93
Avkastning av renteporteføljen	-3,42	2,31	-1,46	-1,88	7,30	16,48
Avkastning av porteføljen	-4,85	0,41	-7,06	-2,00	2,99	7,34
Avkastning av referanseporteføljen	-4,25	1,20	-6,04	-2,22	4,03	10,41

Figur 2-1 Investeringsporteføljen. Kvartalsvis avkastning og rullerende annualisert avkastning siste tre år 2000 – 2008. Prosent.



Avkastningen som NBIM oppnår på faktisk portefølje, blir målt i forhold til avkastningen på referanseporteføljen som hovedstyret har fastsatt. Avkastningen til den faktiske porteføljen var 2,65 prosentpoeng lavere enn avkastningen på referanseporteføljen i fjerde kvartal 2008. Kvartalsvis og rullerende annualisert meravkastning de siste tre årene er vist i figur 2-2.

Figur 2-2 Investeringsporteføljen. Kvartalsvis og rullerende annualisert meravkastning siste tre år 2000 – 2008. Prosentpoeng.



I fjerde kvartal var det transaksjonskostnader knyttet til overføring av midler til pengemarkedsporteføljen for valutareservene. Videre ble det gjennomført en rebalansering for å bringe aksjeandelen tilbake til 40 prosent. Endelig var det kostnader knyttet til uttrekk av to selskaper fra investeringsuniverset. De estimerte direkte og indirekte transaksjonskostnadene er beregnet til 76,9 millioner kroner i fjerde kvartal 2008. Dette utgjorde 0,05 av markedsverdien til porteføljen ved inngangen til kvartalet. Referanseporteføljen er ikke justert for disse påførte transaksjonskostnadene.

3 Markedsrisiko og retningslinjer for forvaltningen

Markedsrisikoen i investeringsporteføljen måles ved forventet relativ volatilitet. Dette er et statistisk definert risikomål som sier noe om hvor stort avvik vi normalt kan forvente i forskjell mellom avkastningen på referanseporteføljen og avkastningen på den faktiske porteføljen. Hovedstyrets retningslinjer setter en grense for markedsrisikoen i den faktiske porteføljen i forhold til referanseporteføljen. Den relative markedsrisikoen skal alltid være lavere enn 1,5 prosentpoeng forventet relativ volatilitet.

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 aktivaklassene og verdipapirene.

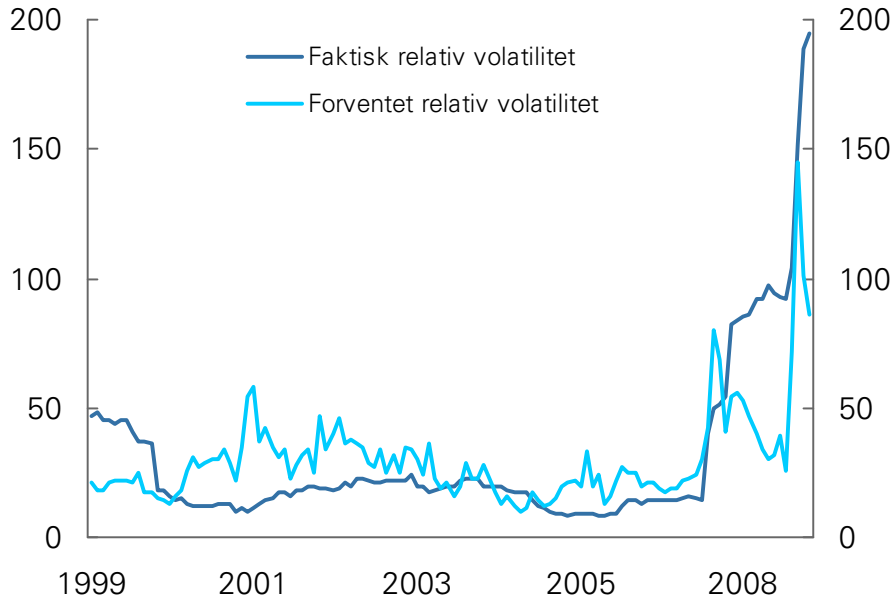
Finansuroen medførte store utfordringer for NBIMs risikostyring og risikohåndtering. Historiske sammenhenger mellom ulike risikofaktorer brøt helt sammen, samtidig som likviditeten i de fleste markeder ble kraftig redusert. De fleste modellbaserte risikosystemer baserer seg på historiske sammenhenger i en eller annen form når en estimerer risikoen. Når disse sammenhengene endres kraftig på kort tid, vil modellen ikke være i stand til å gi treffsikre estimater på hva som kan forventes av risiko fremover.

Den rivende utviklingen av ulike finansielle instrumenter de seneste ti årene forsterker utfordringene vi og andre sammenlignbare kapitalforvaltere står overfor. Disse mer komplekse instrumentene har i stor grad vært både priset og risikomodellert ved bruk av matematiske modeller som baserer seg på de samme historiske sammenhengene. Spesielt innenfor renteforvaltning har problemene med modellbruk og bortfall av likviditet vært store.

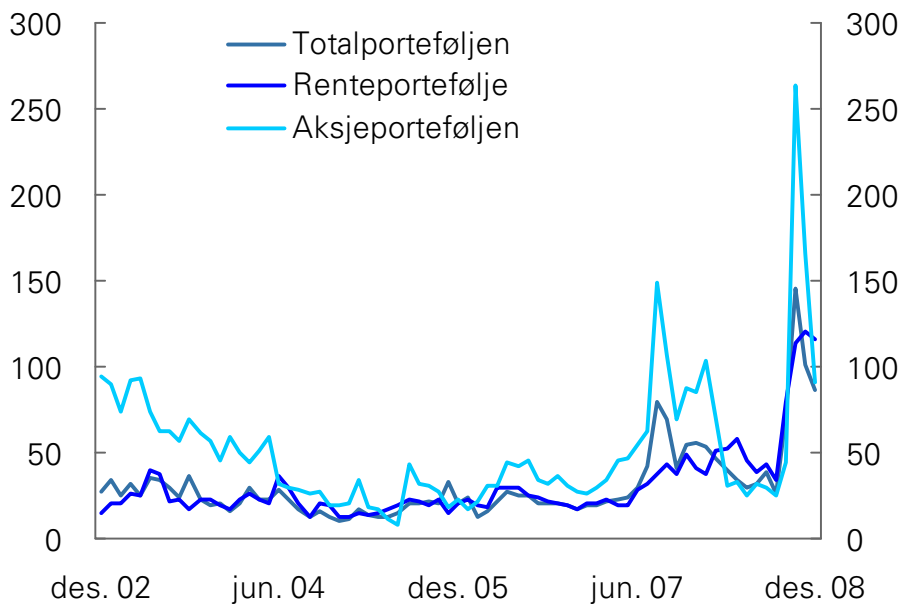
Ved inngangen til 2008 var forventet relativ volatilitet til investeringsporteføljen 56 basispunkter, noe høyere enn historisk gjennomsnitt for porteføljen. I løpet av 2008 økte forventet relativ volatilitet betydelig (se figur 3-1). Mot slutten av året lå observasjonen på de høyeste nivåer vi har registrert for denne porteføljen. Økningen i målt forventet volatilitet skyldtes endringer i markedsdynamikken (volatiliteter og korrelasjoner), overføring av midler til pengemarkedsporteføljen og rebalansering av investeringsporteføljen.

I ettertid kan vi bruke variasjonen i avviket mellom avkastningen av den faktiske porteføljen og av referanseporteføljen (det vil si variasjonen i meravkastningen) som et mål for hva den relative markedsrisikoen faktisk har vært (den mørke linjen i figuren 3-1). Denne volatiliteten er beregnet som årsrate fra tolv måneders rullerende vinduer.

Figur 3-1 Investeringsporteføljen. Forventet og faktisk relativ volatilitet. Basispunkter. 1999 – 2008



Figur 3-2 viser utviklingen i forventet relativ volatilitet i aksje- og renteforvaltningen siden 2002.



Tabell 3-1 viser sammensetningen av rentepapirporteføljen (renteporteføljen eksklusive kontanter) fordelt på type obligasjoner og kredittvurdering.

Tabell 3-1 Investeringsporteføljen. Rentepapirporteføljen fordelt etter kredittvurdering.¹⁾ 31. desember 2008

Prosent av renteporteføljen							Ingen
	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	Lavere	vurdering
Stats- og statsrelaterte obligasjoner	26,8	10,0	1,7	0,6	0,6	0,8	0,1
Realrenteobligasjoner	3,9	2,5	0,1	-	-	-	-
Selskapsobligasjoner	1,2	2,8	8,2	4,1	0,3	0,2	0,0
Pantesikrede obligasjoner	33,9	0,8	0,8	0,2	0,1	0,4	0,1
Sertifikat	65,8	16,2	10,7	4,9	0,9	1,4	0,1
Sum obligasjoner og andre rentebærende verdipapirer	26,8	10,0	1,7	0,6	0,6	0,8	0,1

¹⁾ Basert på kredittvurdering fra minst ett av kredittvurderingsbyråene Moody's, Standard & Poor's og Fitch. Kategorien "ingen vurdering" inkluderer verdipapir som ikke er vurdert av disse tre byråene. Disse verdipapirene kan være vurdert av andre, lokale byråer.

Tabell 3-2 gir en oversikt over risiko og eksponering i investeringsporteføljen. Det var ingen brudd på hovedstyrets investeringsretningslinjer i fjerde kvartal 2008.

Tabell 3-2 Investeringsporteføljen. Nøkkeltall for risiko og eksponering

Risiko	Grenser	Faktisk				
		31.12.2007	31.03.2008	30.6.2008	30.9.2008	31.12.2008
Markedsrisiko	Maksimalt 1,5 prosentpoeng relativ volatilitet	0,56	0,40	0,32	0,72	0,86
Aktivafordeling	Renteporteføljen	58,5	62,2	62,4	65,2	60,9
	Aksjeporteføljen	41,5	37,8	37,6	34,8	39,1
Valutafordeling renter	Europa	60,6	62,2	61,5	60,4	61,6
	Amerika	33,4	31,5	33,3	34,1	33,2
	Asia / Oseania	6,0	6,3	5,2	5,5	5,2
Markedsfordeling aksjer	Europa	52,5	51,1	49,8	48,0	51,2
	Amerika / Afrika	33,5	34,2	34,6	37,6	34,0
	Asia / Oseania	14,0	14,7	15,6	14,4	14,8
Eierandel	Største eierandel maksimalt 5 %	4,62	0,96	0,19	0,18	0,19

4 Petrobufferporteføljen

Formålet med porteføljen er å sørge for en hensiktsmessig tilførsel av nye midler til Statens pensjonsfond – Utland. Porteføljen bygges opp løpende gjennom valutaoverføringer til Norges Bank fra Statens direkte økonomiske engasjement (SDØE) og de valutakjøpene Norges Bank selv foretar i markedene for å dekke Pensjonsfondets valutabehov. Det er ikke fastsatt noen særskilt referanseportefølje for petrobufferporteføljen. Med unntak av desember måned overføres det normalt midler til fondet hver måned.

I fjerde kvartal 2008 overførte SDØE 54,8 milliarder kroner til petrobufferporteføljen, og Norges Bank kjøpte valuta for 33,7 milliarder kroner, se tabell 4-1. Til Statens pensjonsfond –

utland ble det overført 76,7 milliarder kroner. Avkastningen av petrobufferporteføljen i fjerde kvartal 2008 var 4,25 prosent målt i norske kroner. Markedsverdien ved utgangen av kvartalet var 23,7 milliarder kroner. Fondet er plassert i kortsiktige pengemarkedsinstrumenter, hovedsakelig i euro, amerikanske dollar og britiske pund.

Tabell 4-1 Petrobufferporteføljen. Markedsverdi og endringer. Millioner kroner

Periode	Tilført fra SDØE	Norges Banks valutakjøp	Overført til Pensjonsfondet	Markedsverdi (periodeslutt)
2007	151 650	152 871	313 650	14 052
Første kvartal 2008	54 526	29 051	88 065	9 842
Andre kvartal 2008	54 472	36 688	90 649	10 296
Tredje kvartal 2008	51 195	76 306	128 275	10 882
Fjerde kvartal 2008	54 799	33 718	76 739	23 727
2008	214 992	175 764	390 059	

5 Regnskapsrapportering

Nedenfor presenteres regnskapsinformasjon for investeringsporteføljen og petrobufferporteføljen. Regnskapsrapportering for Norges Banks valutareserver inngår i, og er utdrag av, Norges Banks balanse og regnskap.

Regnskapsprinsipper

Delårsregnskapet for fjerde kvartal er avlagt i samsvar med regnskapsprinsippene for Norges Bank vedtatt av Representantskapet 13. desember 2007. En beskrivelse av de regnskapsprinsippene som er lagt til grunn ved avleggelse av regnskapet, fremkommer i årsregnskapet for 2007.

Delårsregnskapet inneholder ikke all informasjon som kreves i et fullstendig årsregnskap, og bør leses i sammenheng med årsregnskapet for 2007.

Utarbeidelse av regnskapsrapporteringen for Norges Bank innebærer bruk av estimater og vurderinger som kan påvirke eiendeler, gjeld, inntekter og kostnader. Under regnskapsprinsipper i årsregnskapet for 2007 er det redegjort nærmere for vesentlige estimater og forutsetninger.

Driftskostnader

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 161 millioner kroner i 2008, noe som tilsvarte 0,08 prosent av gjennomsnittlig forvaltningskapital.

Investeringsporteføljen – resultatregnskap og balanse

Tabell 5-1 Resultatregnskap Investeringsporteføljen

(tall i millioner kroner)	31.12.2007	31.12.2008
<i>Resultat fra finansielle eiendeler ekskl. valutakursreguleringer</i>		
Renteinntekter innskudd i utenlandske banker	-104	50
Renteinntekter utlån knyttet til gjensalgsvtaler	3 798	1 325
Netto inntekt/kostnad – gevinst/tap fra:		
- aksjer og andeler	3 676	-39 627
- obligasjoner og andre rentebærende verdipapirer	2 572	-1 179
- finansielle derivater	1 032	-3 284
Rentekostnad innlån knyttet til gjenkjøpsavtaler	-4 751	-2 521
Andre rentekostnader	-21	-54
Andre kostnader	-118	-88
Sum resultat fra forvaltning før valutakursreguleringer	6 085	-45 379
Valutakursreguleringer	-16 678	44 388
Sum resultat	-10 593	-991

Tabell 5-2 Balanse Investeringsporteføljen

(tall i millioner kroner)	31.12.2007	31.12.2008
FINANSIELLE EIENDELER		
Innskudd i utenlandske banker	2 178	3 145
Utlån knyttet til gjensalgsvtaler	81 957	20 002
Aksjer og andeler	88 489	69 962
Obligasjoner og andre rentebærende papirer	174 018	162 711
Andre fordringer	61	98
SUM FINANSIELLE EIENDELER	346 703	255 917
FINANSIELL GJELD		
Kortsiktig innlån	5	65
Innlån knyttet til gjenkjøpsavtaler	85 196	28 012
Mottatt kontantsikkerhet	36 797	25 738
Finansielle derivater	436	2 972
Uoppgjorte handler	2 773	3 285
Annen gjeld	7 493	16 956
SUM FINANSIELL GJELD	132 700	77 028
NETTO PORTEFØLJE	214 003	178 889

Petrobufferporteføljen – resultatregnskap og balanse

Tabell 5-3 Resultatregnskap Bufferporteføljen

(tall i millioner kroner)

Resultat fra finansielle eiendeler ekskl. valutakursreguleringer

	31.12.2007	31.12.2008
Renteinntekter innskudd i utenlandske banker	197	178
Renteinntekter utlån knyttet til gjensalgsvtaler	511	505
Rentekostnad innlån knyttet til gjenkjøpsavtaler	-1	-2
Andre rentekostnader	-76	-140
Andre kostnader	-1	-1
Sum resultat fra forvaltning før valutakursreguleringer	630	540
Valutakursreguleringer	-1 119	1 748
Sum resultat	-489	2 288

Tabell 5-4 Balanse Bufferporteføljen

(tall i millioner kroner)

FINANSIELLE EIENDELER

	31.12.2007	31.12.2008
Innskudd i utenlandske banker	7	8 404
Utlån knyttet til gjensalgsvtaler	10 121	11 326
SUM FINANSIELLE EIENDELER	10 128	19 729

FINANSIELL GJELD

Annen gjeld	-2 273	0
SUM FINANSIELL GJELD	-2 273	0
Ikke bokførte uoppgjorte kontrakter	1 651	3 997
NETTO PORTEFØLJE	14 052	23 726

Vedlegg

Investeringsporteføljen Referanseportefølje per 31. desember 2008. Prosent

Land for aksjereferansen Valuta for rentereferansen	Aksjer		Renteinstrumenter	
	Strategisk referanseportefølje	Faktisk referanseportefølje	Strategisk referanseportefølje	Faktisk referanseportefølje
Vekt aktivklassar	40,0	39,5	60,0	60,5
Belgia		0,7		
Finland		1,1		
Frankrike		8,7		
Hellas		0,4		
Irland		0,3		
Italia		3,0		
Nederland		1,9		
Portugal		0,3		
Spania		3,8		
Tyskland		6,6		
Østerrike		0,3		
<i>Euro – området (EUR)</i>		27,2		49,8
Storbritannia (GBP)		14,7		8,5
Danmark (DKK)		0,7		1,1
Sveits (CHF)		6,1		0,5
Sverige (SEK)		1,6		1,0
Sum Europa	50,0	50,4	60,0	61,0
USA (USD)		30,0		32,2
Brasil		0,9		
Canada (CAD)		2,1		1,8
Mexico		0,3		
Sør-Afrika (ZAR)		0,6		
Sum Amerika og Afrika	35,0	33,9	35,0	34,0
Australia (AUD)		2,2		0,1
Hong Kong		1,5		
Japan (JPY)		9,0		4,7
New Zealand (NZD)		0,1		0,0
Singapore (SGD)		0,4		0,2
Sør-Korea		1,3		
Taiwan		1,1		
Sum Asia / Oseania	15,0	15,6	5,0	5,0