

NBIM forvaltningsrapport

2. kvartal 2006

Statens pensjonsfond - Utland

Norges Banks valutareserver

- Investeringsporteføljen
- Petrobufferporteføljen

Statens petroleumsforsikringsfond

Norges Bank

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

Oslo, 22. august 2006

Norges Bank Investment Management

05/200

ISSN 0809-9650

Innholdsfortegnelse

1. Innledning og hovedtall	3
2. Markedsutviklingen	8
3. Statens pensjonsfond – Utland	12
4. Norges Banks valutareserver	25
• Investeringsporteføljen	
• Petrobufferporteføljen	
5. Statens petroleumsforsikringsfond	33
Vedlegg:	36
• Regnskapsrapporter	
• Mandat og referanseportefølje	
• Metodegrunnlag for beregning av transaksjonskostnader	
• Definisjon av markedsrisiko	
• Om Norges Bank Investment Management (NBIM)	

1. Innledning og hovedtall

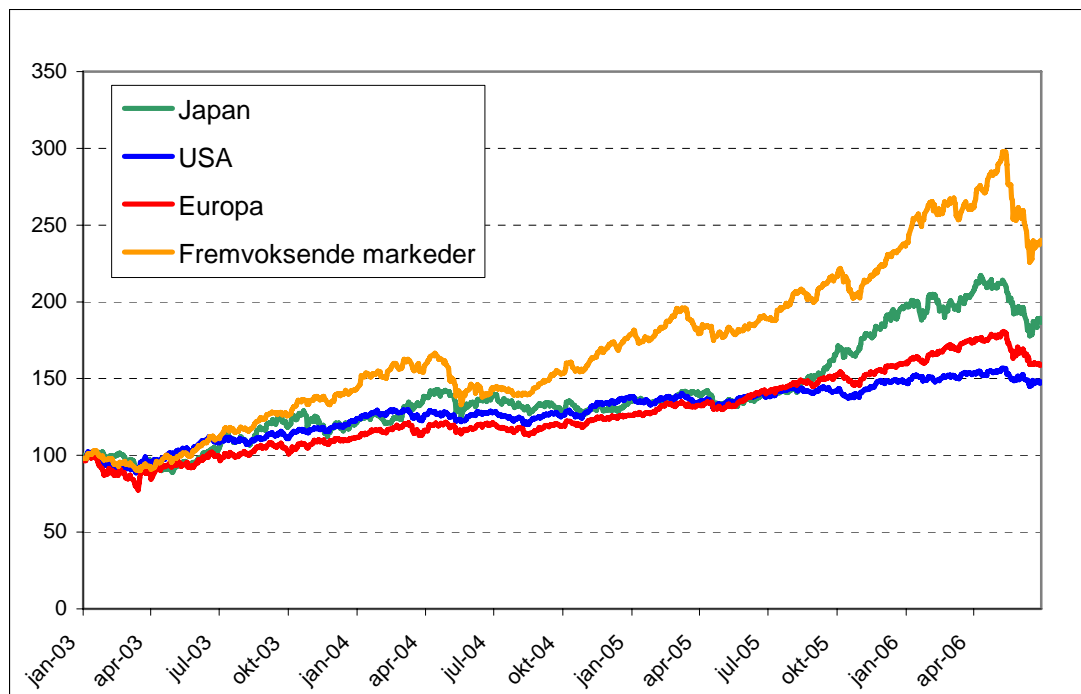
1.1 Kursnedgang i aksjemarkedene

Kursoppgangen i de internasjonale aksjemarkedene fortsatte fram til midten av mai. I den påfølgende måneden falt kursene kraftig, særlig i de fremvoksende aksjemarkedene og i Japan. Selskaper innenfor IT-sektoren hadde den svakeste kursutviklingen, mens aksjekursene for selskaper innenfor energi- og oljesektoren utviklet seg best. I likhet med første kvartal falt obligasjonskursene i hovedmarkedene i andre kvartal. Dette var det andre kvartalet siden 1.1.1998 med negativ avkastning i både aksje- og obligasjonsmarkedene.

Kursnedgangen særlig i aksjemarkedene bidro til negativ avkastning for alle porteføljer som NBIM forvalter. Både Statens pensjonsfond – Utland og investeringsporteføljen i Norges Banks valutareserver hadde en negativ avkastning med vel 1,5 prosent målt i valutakurven i andre kvartal. Statens petroleumsforsikringsfond som bare investeres i renteinstrumenter, hadde en negativ avkastning med 0,07 prosent.

Selv etter kursfallet i andre kvartal 2006, har de internasjonale aksjemarkedene hatt en sterk utvikling de siste årene (jf figur 1-1). Fra inngangen til 2003 har markedene i Japan, Europa og USA økt med henholdsvis 94, 64, og 51 prosent. En børskursindeks bestående av 24 fremvoksende markeder har i samme periode økt med 153 prosent.

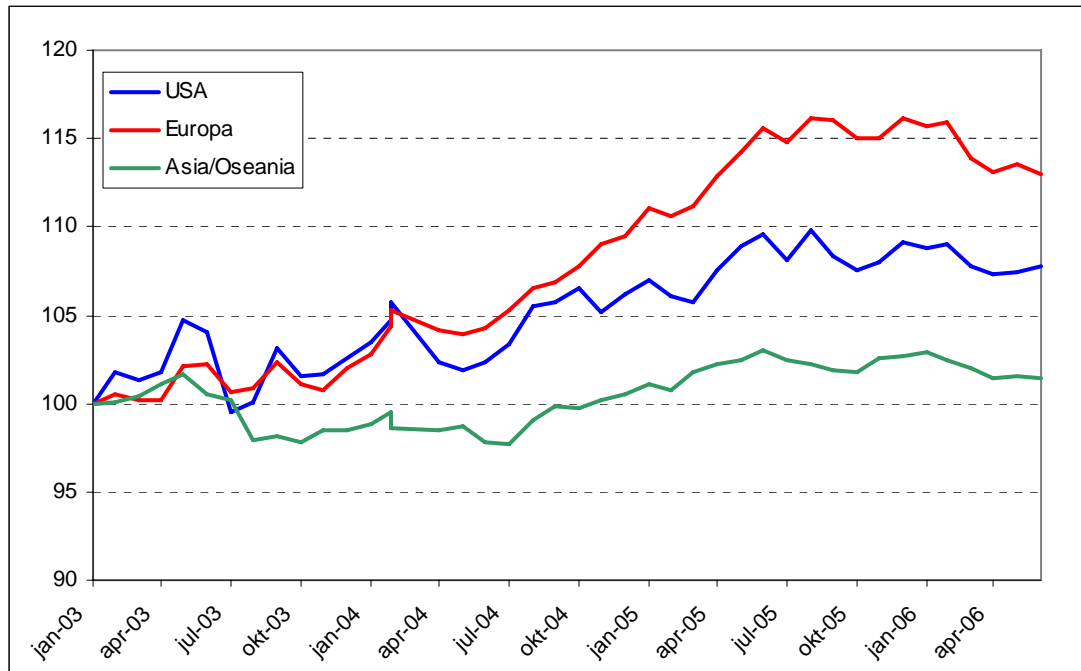
Figur 1-1: Aksjekursutviklingen siden 1.1.2003



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

Asia/Oseania har steget med henholdsvis 12,9 prosent, 7,7 prosent, og med 1,4 prosent i perioden.

Figur 1-2: Utvikling i obligasjonsmarkedene siden 1.1.2003



Avkastning -1,55 prosent i Statens pensjonsfond – Utland

I andre kvartal 2006 var periodeavkastningen til Statens pensjonsfond – Utland -1,55 prosent målt i valutakurven som tilsvarer sammensetningen av fondets referanseportefølje. Avkastningen i aksje- og renteporteføljen var henholdsvis -3,31 og -0,39 prosent. Avkastningen til Pensjonsfondets portefølje var 0,10 prosentpoeng lavere enn avkastningen til referanseporteføljen som Finansdepartementet har fastsatt. Markedsverdien ved utgangen av kvartalet var 1 505,0 milliarder kroner.

Avkastning -1,53 prosent i investeringsporteføljen

I andre kvartal 2006 var periodeavkastningen til investeringsporteføljen i Norges Banks valutareserver -1,53 prosent målt i valutakurven som tilsvarer sammensetningen av porteføljens referanseportefølje. Avkastningen i aksje- og renteporteføljen var henholdsvis -3,14 og -0,47 prosent. Avkastningen til investeringsporteføljen var 0,04 prosentpoeng lavere enn avkastningen til referanseporteføljen som Norges Banks hovedstyre har fastsatt. Markedsverdien ved utgangen av kvartalet var 205,7 milliarder kroner.

Avkastning -0,07 prosent i Statens petroleumsforsikringsfond

I andre kvartal 2006 var periodeavkastningen til Statens petroleumsforsikringsfond -0,07 prosent målt i valutakurven som tilsvarer sammensetningen av fondets referanseportefølje. Avkastningen til petroleumsforsikringsfondets portefølje var 0,01 prosentpoeng høyere enn avkastningen til referanseporteføljen som Olje- og energidepartementet har fastsatt. Markedsverdien ved utgangen av kvartalet var 14,7 milliarder kroner.

1.2 Samlet kapital under forvaltning 1 729 milliarder kroner

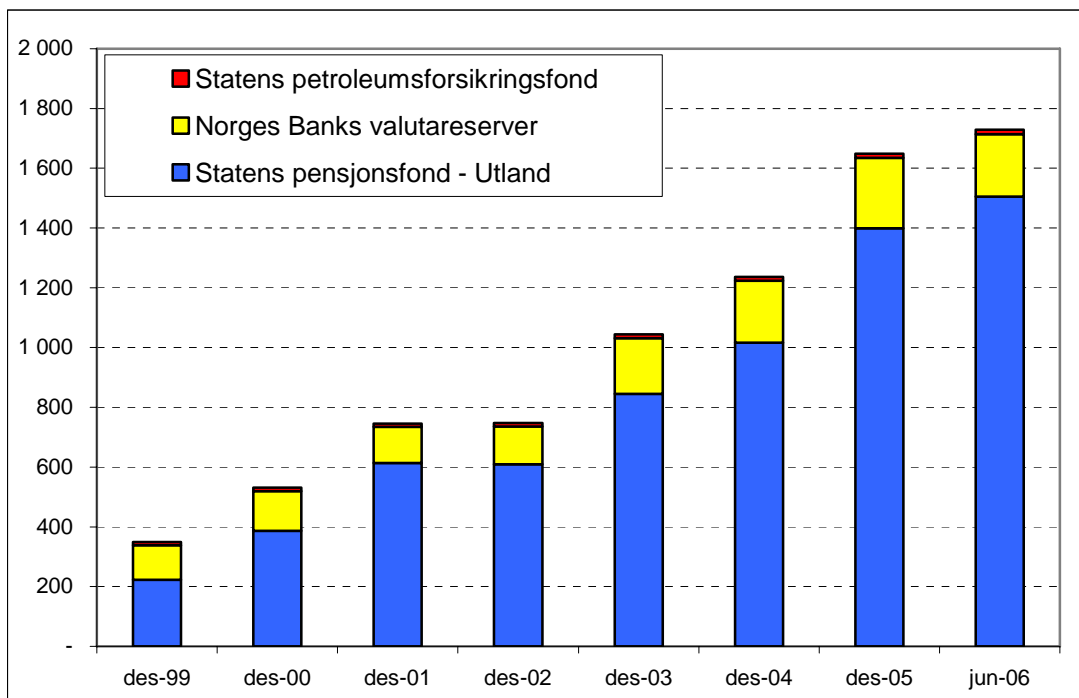
I andre kvartal økte kapital under forvaltning i NBIM med 14 milliarder kroner. Den samlede tilførselen av nye midler var 69 milliarder kroner. Negativ avkastning på de investerte midlene og en sterkere kronekurs i forhold til investeringsvalutaene reduserte markedsverdien med henholdsvis 25 milliarder og 30 milliarder kroner. Samlet kapital under forvaltning ved utgangen av andre kvartal 2006 var 1 729 milliarder kroner (se tabell 1-1).

Tabell 1-1: Avkastning i andre kvartal, og markedsverdi pr. 30.06.2006

	Avkastning i valuta		Avkastning i NOK			NOK
	Faktisk portefølje	Referanseportefølje	Faktisk portefølje	Referanseportefølje	Differanseavkastning	Markedsverdi i millioner
Statens pensjonsfond-Utland	-1,55	-1,45	-3,30	-3,20	-0,10	1 505
Investeringsporteføljen	-1,53	-1,48	-3,28	-3,24	-0,04	209
Statens petroleumsforsikringsfond	-0,07	-0,08	-3,97	-3,99	0,01	15
Totalt						1 729¹

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

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



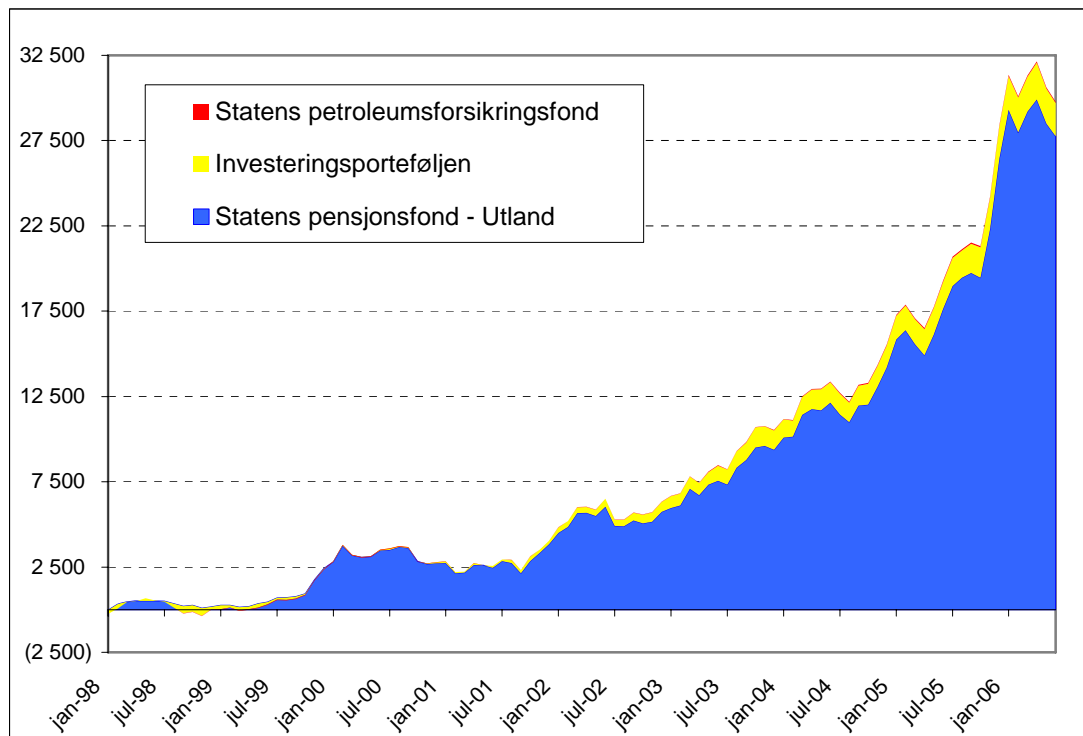
¹ Verdien av petrobufferporteføljen, som var om lag 3,5 milliarder kroner pr. 30.06.2006, inngår i totaltallet.

1.3 Mindreavkastning 1,5 milliarder kroner i andre 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 andre kvartal var det mindreavkastning i både Statens pensjonsfond – Utland og i investeringsporteføljen. Mindreavkastningen utgjorde 1,5 milliarder kroner i den samlede forvaltningen.

Figur 1-4 viser akkumulert meravkastning siden etableringen av NBIM i januar 1998. Det samlede bidraget i perioden er 29,8 milliarder kroner. Dette fordeler seg med 27,7 milliarder i Statens pensjonsfond – Utland, 2,0 milliarder i investeringsporteføljen, og 0,1 milliard kroner i Statens petroleumsforsikringsfond.

Figur 1-4: Akkumulert brutto meravkastning fra 1.1.1998 til 30.6.2006 (millioner kroner)



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

Tabell 1-2: Avkastning og risiko de siste fem år pr. 30.06.2006. Annualisert.

	Siste 12 måneder	Siste 3 år	Siste 5 år	Siden 1.1.1998
Avkastning/meravkastning²				
Pensjonsfondet	4,23	6,21	1,60	5,18
Referanseportefølje	3,45	5,58	1,08	4,68
Meravkastning	0,78	0,63	0,53	0,50
Investeringsporteføljen	2,14	3,84	2,48	4,95
Referanseportefølje	1,95	3,62	2,20	4,75
Meravkastning	0,19	0,22	0,28	0,20
Forsikringsfondet	-1,67	1,20	4,16	2,97
Referanseportefølje	-1,72	1,08	4,01	2,89
Meravkastning	0,05	0,12	0,14	0,08
Standardavvik³				
Pensjonsfondet	8,26	8,21	9,08	8,48
Investeringsporteføljen	7,77	7,65	7,55	7,00
Forsikringsfondet	6,53	7,06	6,87	6,41
Relativ volatilitet⁴				
Pensjonsfondet	0,44	0,32	0,30	0,38
Investeringsporteføljen	0,14	0,15	0,17	0,23
Forsikringsfondet	0,02	0,06	0,08	0,16
Informasjonsrate (IR)⁵				
Pensjonsfondet	1,76	1,90	1,74	1,27
Investeringsporteføljen	1,36	1,39	1,61	0,81
Forsikringsfondet	2,03	1,92	1,83	0,50

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

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

⁴ Begrepet relativ volatilitet er forklart i vedlegg 4.

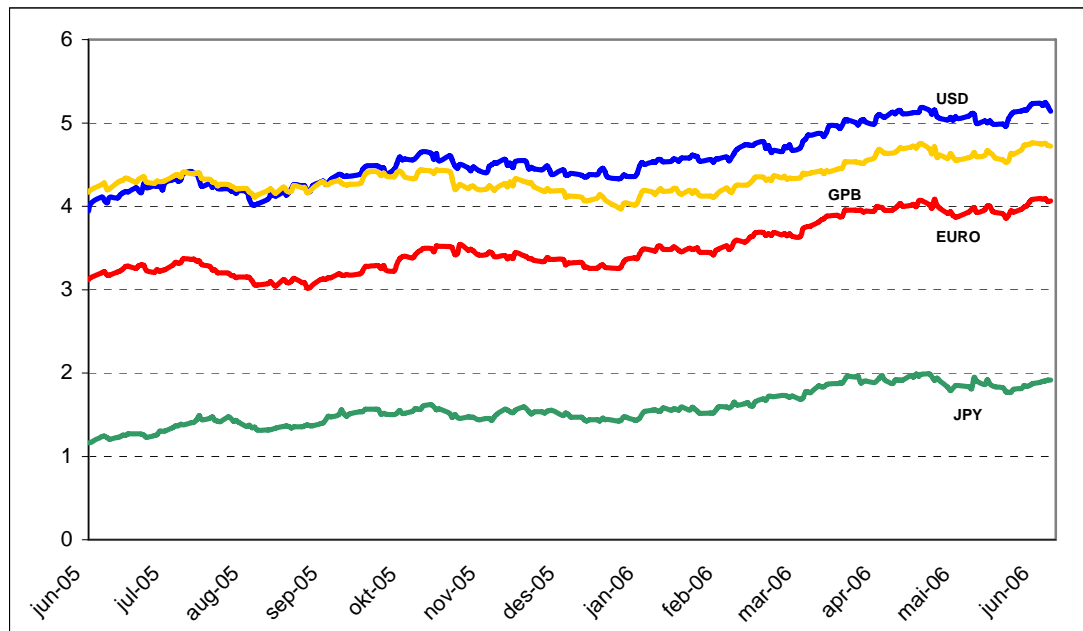
⁵ IR er et mål på risikojustert avkastning, og benyttes for å måle dyktighet i kapitalforvaltning. IR beregnes som forholdstallet mellom differanseavkastningen og den faktiske relative markedsrisikoen som porteføljen har hatt. IR viser hvor høy meravkastning man har fått igjen for hver risikoenhet.

2. Markedsutviklingen

Rentemarkedene

Det var oppgang i obligasjonsrentene i hovedmarkedene i andre kvartal. Renten på statsobligasjoner med ti års løpetid steg med om lag 0,30 prosentpoeng både i USA, innenfor euroområdet, og i Storbritannia. I Japan steg rentene med 0,15 prosentpoeng (figur 2-1). Siden årsskiftet har renteoppgangen vært størst i USA og i euroområdet, med en økning i tiårsrentene på om lag 0,75 prosentpoeng.

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



Selv om det kom signaler om en viss avmatning av den økonomiske veksten i USA, var veksten i verdensøkonomien fortsatt høy i andre kvartal. I USA er veksten i første rekke drevet av innenlandske faktorer som privat og offentlig forbruk og høy investeringsaktivitet i bedriftene. Arbeidsledigheten har gått noe ned, og var ved halvårsskiftet på det laveste nivå siden 2001. Sett bort fra matvarer og energisektoren har det vært en viss økning i inflasjonstakten og inflasjonsforventningene i USA i første halvår. Sentralbanken i USA fortsatte den gradvise tilstramningen av pengepolitikken, og hevet styringsrenten med 0,5 prosentpoeng til 5,25 prosent i kvartalet.

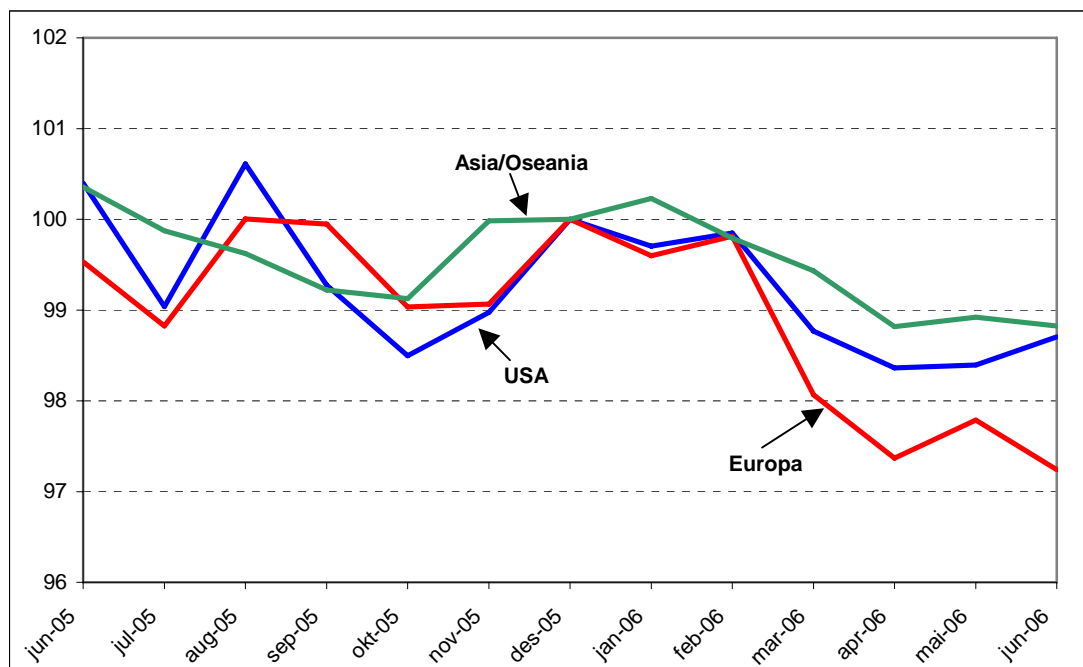
I Japan er den økonomiske veksten forholdsvis høy, og tall for veksten i BNP ble revidert opp i første halvår. Oppjusteringen hadde særlig sammenheng med oppgang i innenlandske investeringer, og sterk vekst i innenlandsk privat etterspørsel. Det er stor optimisme i næringslivet, og tillitsindikatorer for større bedrifter er på sitt høyeste på flere år. Også i Japan er det tegn til en moderat økning i inflasjonstakten. Den japanske sentralbanken holdt styringsrentene uendret i andre kvartal, men signaliserte at det ville komme rentehevinger i de kommende månedene.

Den økonomiske veksten i Kina var fortsatt høy i andre kvartal. Økende overskudd på handelsbalansen overfor utlandet, og vekst i investeringene er faktorer som bidrar til veksten. Det var også vekst i industriproduksjonen og i detaljhandelen. Også i Kina er det en viss oppgang i inflasjonstakten, og sentralbanken økte reservekravet på bankinnskudd fra halvårsskiftet.

I Storbritannia og i euroområdet er veksten bredt basert. Det er god lønnsomhet i bedriftene, og tillitsindikatorer for industrien er høye. Dette har sammenheng med god utvikling i eksportindustrien og oppgang i boligmarkedet. Det har vært en viss oppgang i inflasjonstakten i løpet av kvartalet. Den europeiske sentralbanken hevet styringsrenten med 25 basispunkter til 2,75 prosent i andre kvartal.

Utviklingen i Lehman Global Aggregates statspapirindekser i hovedmarkedene de siste 12 måneder fremgår av figur 2-2. I Europa var avkastningen i andre kvartal 2006 -0,8 prosent, i Asia -0,6 prosent og i USA -0,1 prosent.

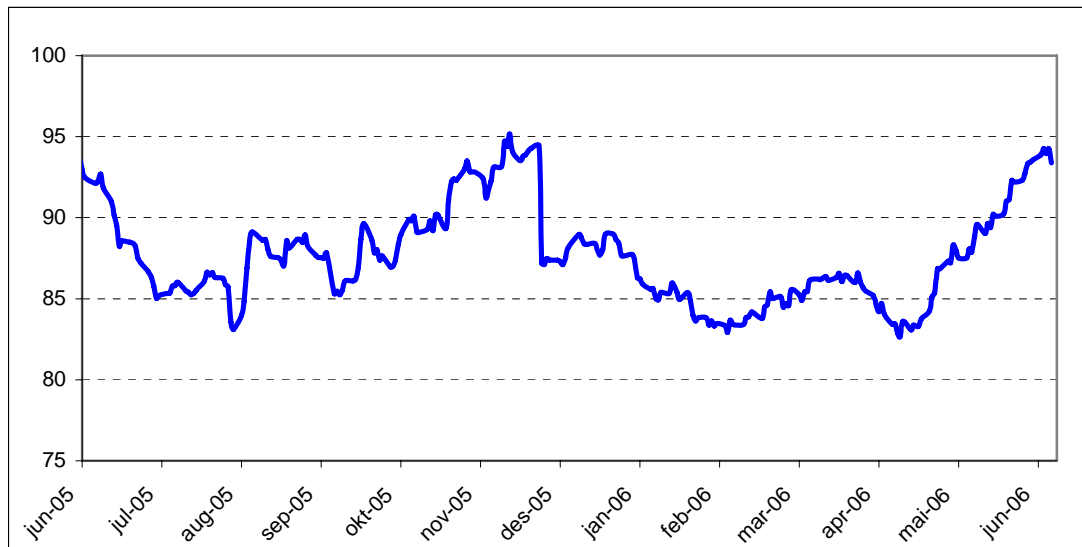
Figur 2-2: Verdiutviklingen på Lehman Global Aggregates statspapirindekser i hovedmarkedene de siste 12 måneder (31.12.2005=100)



Renteforskjellen mellom kreditt- og statspapirer (kredittspreaden) falt ytterligere fram mot midten av mai, for så å stige fram til halvårsskiftet. Økningen i renteforskjellen falt sammen med kursnedgangen i aksjemarkedene. Renteforskjellen er imidlertid fortsatt lav, noe som har sammenheng med god inntjeningsvekst i bedriftene. Dette har gitt en redusert gjeldsgrad og bedret kredittbetjeningsevne. Den globale misligholdsrate har holdt seg lav og stabil de siste månedene.

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

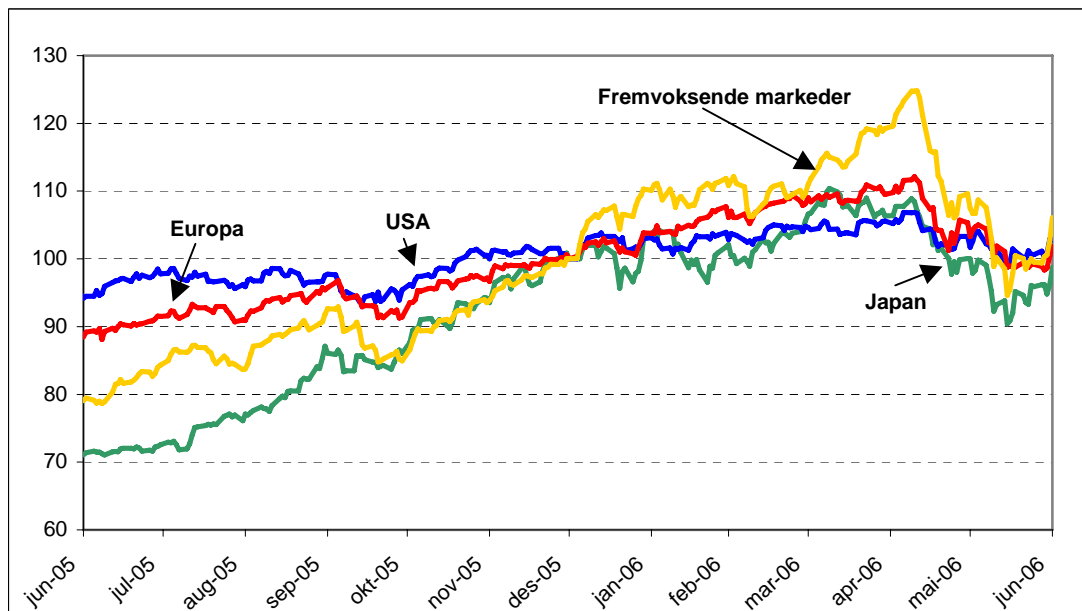
Figur 2-3: Differansen mellom renten på kredit⁶- og statspapirer i USA (basispunkter)



Aksjemarkedene

Kursene i de internasjonale aksjemarkedene steg fram til midten av mai, for så å falle kraftig fram til midten av juni. Det var en stigende kursutvikling fra midten av juni til halvårsskiftet. (figur 2-4).

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



For kvartalet sett under ett falt kursene i Europa, Japan, USA og fremvoksende markeder med henholdsvis 6,0, 7,4, 1,4 og 5,1 prosent. Med unntak for Japan, hadde imidlertid alle hovedmarkedene positiv avkastning i første halvår.

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

Tegn til økende inflasjon og forventninger om fortsatt tilstramning av pengepolitikken globalt var trolig faktorer som bidro til at kursoppgangen snudde i mai. Det var størst kursfall i de fremvoksende aksjemarkedene, men det var også betydelige kursfall i hovedmarkedene. Det var neppe spesielle fundamentale faktorer som utløste kursnedgangen. Snarere var det trolig mange investorer som krevde en høyere risikopremie for å være investert i aksjemarkedene enn tidligere. Dette førte til en omstrukturering av porteføljer i favør av investeringer med lavere risiko, som statsobligasjoner. Fra midten av juni tok kursutviklingen i aksjemarkedene seg noe opp igjen.

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

	USD	NOK	Valutakurv
Olje og gass	3,77	-1,61	-0,60
- av dette utvinning og raffinering av olje og gass	3,95	-1,44	-0,43
Råvarer	2,86	-2,47	-1,47
Generell industri	-1,58	-6,68	-5,73
Forbruksvarer	-0,37	-5,53	-4,57
Helsetjenester	-1,12	-6,25	-5,29
- av dette farmasi og bioteknologi	1,27	-3,98	-3,00
Forbrukstjenester	-0,45	-5,62	-4,65
- av dette detaljhandel	-3,82	-8,81	-7,88
- av dette medier	3,49	-1,88	-0,88
Telekommunikasjon	1,06	-4,17	-3,19
- av dette "fast linje" telekommunikasjon	2,30	-3,00	-2,01
Energi og vannforsyning	5,16	-0,29	0,73
Finansielle tjenester	-0,97	-6,10	-5,14
- av dette banker	0,20	-5,00	-4,03
- av dette forsikring	-2,47	-7,52	-6,58
- av dette øvrige finansielle tjenester	-4,61	-9,55	-8,63
Informasjonsteknologi	-7,34	-12,14	-11,24
- av dette programvare og tjenester	-5,85	-10,73	-9,81
- av dette maskinvare og IT-utstyr	-8,13	-12,90	-12,01
Totalt⁷	-0,56	-5,71	-4,75

Tabell 2-1 viser kursutviklingen i hovedsektorene og i de ti største undersektorene på FTSEs verdensindeks i andre kvartal 2006. Med unntak av energi og vannforsyning var det negativ avkastning i alle hovedsektorene i andre kvartal. IT sektoren utviklet seg spesielt svakt, men også helsetjenester, finansielle tjenester og generell industri var blant de sektorene med svakest utvikling. Ved siden av energi og vannforsyning hadde sektoren olje og gass den sterkeste utviklingen.

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

3. Statens Pensjonsfond - Utland

Hovedpunkter for andre kvartal 2006:

- Markedsverdi 1 505,0 milliarder kroner pr. 30. juni
- Periodeavkastning målt i internasjonal valuta:
 - Fondet samlet: -1,55 prosent
 - Aksjeforvaltningen: -3,31 prosent
 - Renteforvaltningen: -0,39 prosent
- Mindreavkastning 0,10 prosent
- Annualiserte forvaltningskostnader (eksklusive avkastningsavhengige honorarer) 0,07 prosent av beløp under forvaltning
- Tilførsel 69,6 milliarder kroner
- Fire nye eksterne aksjemandater
- Tre nye eksterne rentemandater

Fondets markedsverdi

Fondets markedsverdi var 1 505,0 milliarder kroner ved utgangen av andre kvartal, noe som er en økning med 21,1 milliarder i løpet av kvartalet. Det ble tilført nye midler tilsvarende 69,6 milliarder kroner. En sterkere kronekurs i forhold til investeringsvalutaene og negativ avkastning målt i internasjonal valuta, bidro til å redusere fondets verdi med henholdsvis 26,1 og 22,4 milliarder kroner. Endring i kronekursen har imidlertid ingen betydning for fondets internasjonale kjøpekraft.

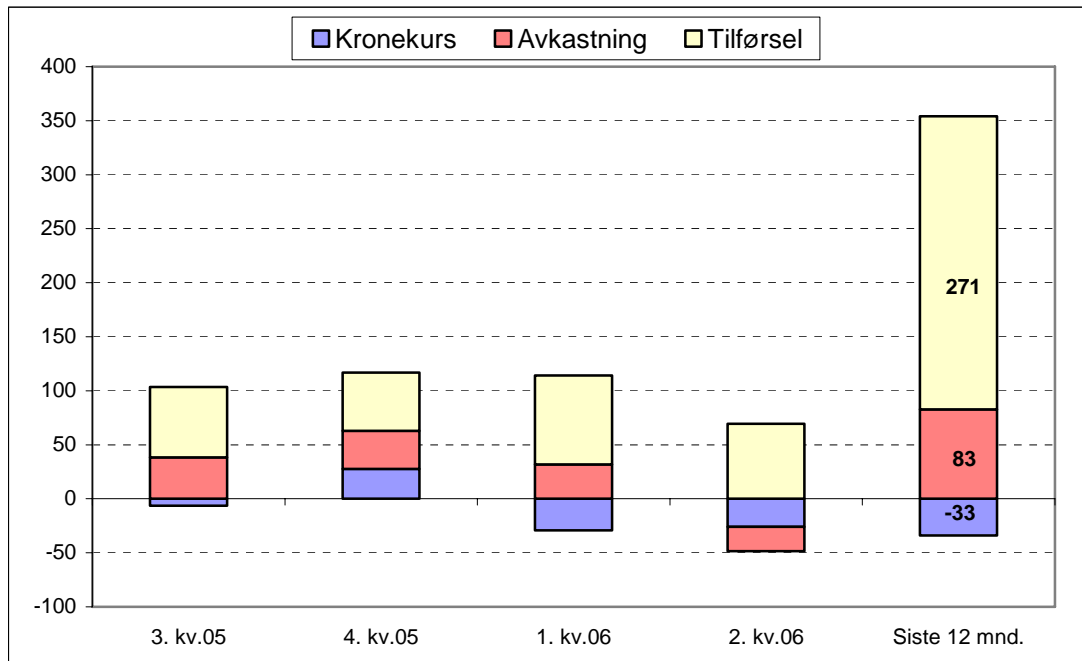
Tabell 3-1 viser markedsverdien ved de siste kvartalsskifter, og endringen i markedsverdi i andre kvartal 2006 fordelt på tilførsel, avkastning i internasjonal valuta og endring i kronens internasjonale verdi. For regnskapsmessige verdier vises til tabell 1 og 2 i vedlegg 1.1.

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

	Aksjeforvaltningen	Renteforvaltningen	Totalt
30. juni 2005	472 436	711 491	1 183 927
30. sept. 2005	522 691	758 454	1 281 145
31. des 2005	582 305	816 746	1 399 050
31. mar. 2006	606 890	877 019	1 483 909
Tilførsel	32 854	36 697	69 550
Avkastning	- 19 080	-3 293	- 22 372
Endring i kroneverdi	- 10 785	- 15 280	- 26 066
30. juni 2006	609 879	895 143	1 505 022

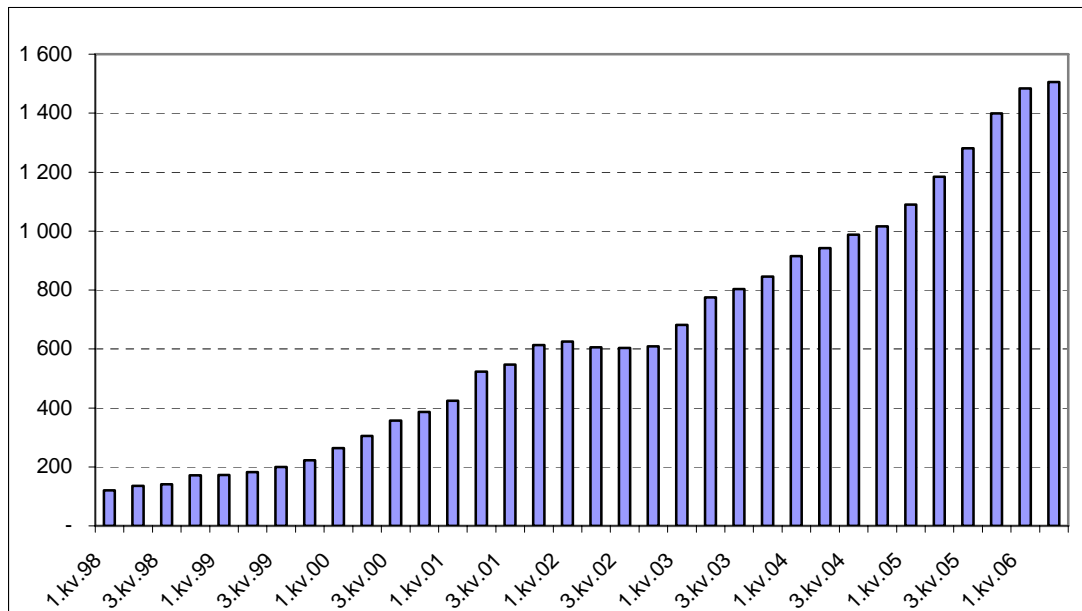
I løpet av de siste 12 månedene har fondet økt med 321 milliarder kroner (jf. figur 3-1). Det er blitt tilført 271 milliarder kroner, avkastningen har vært 83 milliarder, og en sterkere krone i forhold til investeringsvalutaene har redusert verdien med 33 milliarder kroner. Figuren viser at en svakere krone bidro til å øke fondets verdi i fjerde kvartal 2005, mens utviklingen i kronekursen hittil i år har bidratt til å redusere verdien av fondet med i overkant av 55 milliarder kroner.

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



Fondet har økt med 1 392 milliarder kroner fra 1. januar 1998 (jf. figur 3-2). I løpet av disse årene er det tilført 1 198 milliarder kroner. Avkastningen målt i internasjonal valuta har økt verdien med 315 milliarder kroner, mens en sterkere krone i forhold til investeringsvalutaene har redusert fondets verdi med 121 milliarder kroner.

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



Fondets avkastning

I andre kvartal 2006 var fondets periodeavkastning -1,55 prosent målt i den valutakurven som svarer til sammensetningen av referanseporteføljen. Avkastningen var positiv i april og i juni, mens den var negativ i mai etter et kraftig kursfall i aksjemarkedene. For kvartalet sett under ett var avkastningen i aksjeforvaltningen negativ med 3,31 prosent. Renteforvaltningen hadde en negativ avkastning med 0,39 prosent målt i valutakurven.

Målt i norske kroner var totalavkastningen i andre kvartal -3,30 prosent. Forskjellen skyldes at kronen i løpet av kvartalet i gjennomsnitt ble omlag 1,8 prosent sterkere i forhold til valutaene i referanseporteføljen. Det var særlig i april og i mai 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 andre kvartal målt mot ulike valutaer.

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

	Avkastningen målt i referanseporteføljens valutakurv		Avkastningen målt i norske kroner		
	Faktisk portefølje	Referanseportefølje	Faktisk portefølje	Referanseportefølje	Meravkastning
Første kvartal	2,24	2,04	0,25	0,06	0,20
April	0,09	0,04	-3,17	-3,22	0,05
Mai	-1,80	-1,70	-2,21	-2,11	-0,10
Juni	0,17	0,22	2,12	2,18	-0,05
Andre kvartal	-1,55	-1,45	-3,30	-3,20	-0,10
Hittil i år	0,66	0,56	-3,05	-3,14	0,09

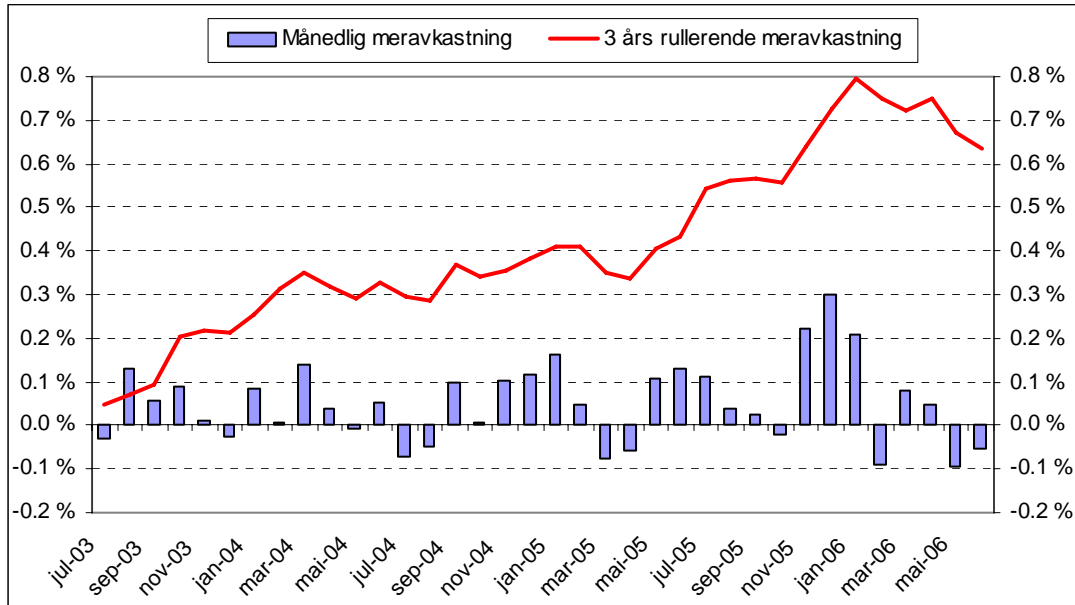
Tabell 3-3: Avkastningen andre kvartal 2006 målt i ulike valutaer (prosent)

	Aksjer	Renter	Total
Fondets valutakurv	-3,31	-0,39	-1,55
Importvektet valutakurv	-3,84	-0,94	-2,09
Amerikanske dollar	0,17	3,19	1,99
Euro	-5,20	-2,34	-3,47
Norske kroner	-5,02	-2,16	-3,30

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 andre kvartal 0,10 prosentpoeng lavere enn avkastningen på referanseporteføljen. I beløp utgjorde mindreamkastningen om lag 1,4 milliarder kroner. Mindreamkastningen oppstod i ekstern aksjeforvaltning, mens det var meravkastning i intern aksje- og renteforvaltningen og i ekstern renteforvaltning.

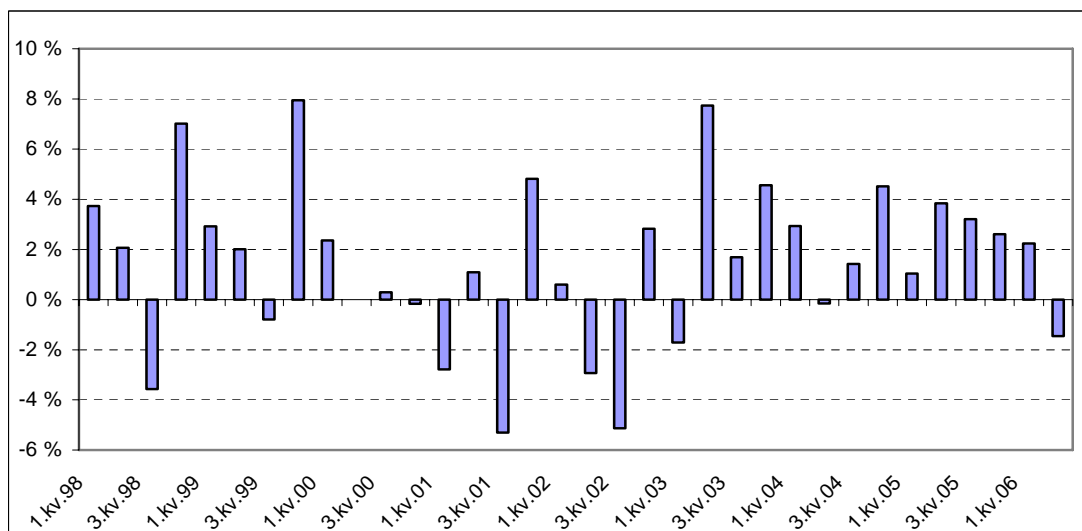
De siste 12 måneder har akkumulert meravkastning vært 0,78 prosentpoeng. De siste tre år frem til utgangen av andre kvartal 2006 er årlig annualisert meravkastning 0,63 prosentpoeng (jf. figur 3-3).

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



Det påløper transaksjonskostnader knyttet til innfasing av nye midler, og i tilknytning til endringen av regionvektene for fondets plasseringer. Norges Bank har estimert de direkte og indirekte transaksjonskostnadene knyttet til innfasingen og endringen av regionvektene til 258,9 millioner kroner i andre kvartal 2006. Dette utgjorde 0,37 prosent av det totale overføringsbeløpet på 69,6 milliarder kroner og 0,02 prosent av markedsverdien til fondet ved inngangen til kvartalet. Referanseporteføljen er ikke justert for disse påførte transaksjonskostnadene. Dermed er den målte meravkastningen lavere enn den ville ha vært uten kostnadene knyttet til innfasingen av nye midler. Det vises til vedlegg 3 for en omtale av metodegrunnlaget for beregningene, og til egen temaartikkel i årsrapporten for 2004 for en drøfting av innfasingskostnadene i fondet.

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



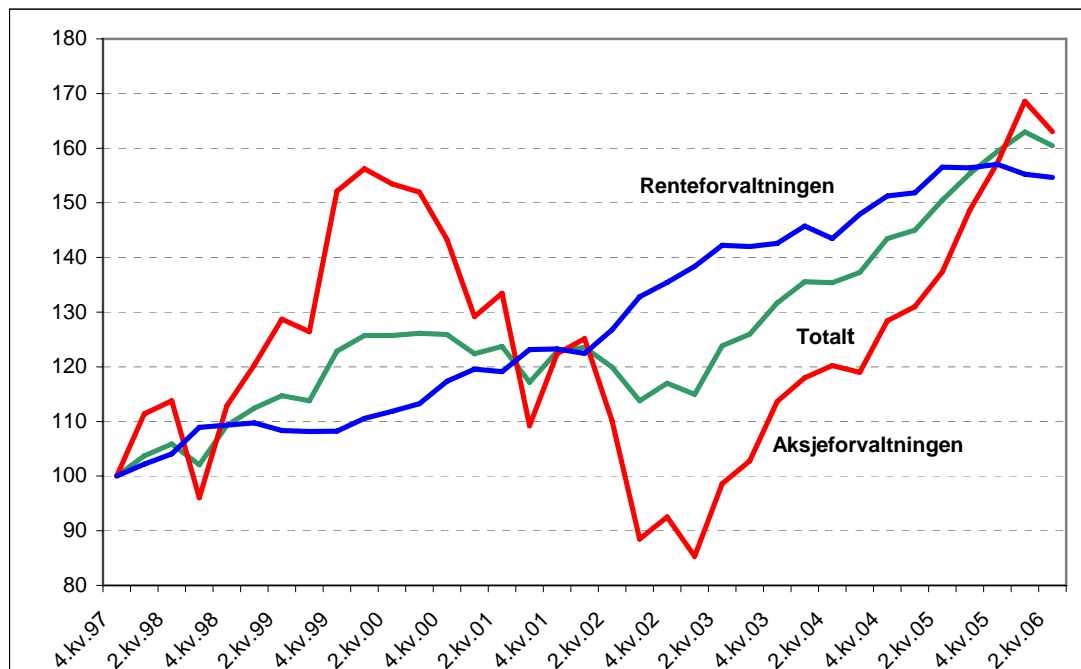
Fra fondet for første gang ble investert i aksjer i 1998 har den gjennomsnittlige kvartalsavkastningen målt i valuta vært 1,45 prosent. Det har vært negativ avkastning i 10 av 34 kvartaler. Figur 3-4 viser avkastningen hvert kvartal.

Siden 1997 har fondet hatt en annualisert årlig brutto avkastning på 6,1 prosent. Etter fradrag for forvaltningskostnader og prisstigning, er årlig netto realavkastning 4,1 prosent. Tabell 3-4 viser avkastningen fram til utgangen av andre kvartal 2006, regnet som årsrate fra 1. januar i hvert av årene 1997-2006. Høyre kolonne i tabellen viser at brutto meravkastning i gjennomsnitt har vært 0,47 prosentpoeng pr. år regnet fra 1. januar 1997.

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

	Brutto årlig avkastning	Årlig prisvekst ⁸	Årlige forv. kostnader	Årlig netto realavkastning	Årlig brutto meravkastning
Fra 01.01.97	6,07	1,78	0,09	4,12	0,47
Fra 01.01.98	5,72	1,78	0,09	3,78	0,50
Fra 01.01.99	5,26	1,90	0,09	3,20	0,53
Fra 01.01.00	4,19	2,00	0,10	2,06	0,44
Fra 01.01.01	4,51	1,99	0,10	2,37	0,46
Fra 01.01.02	6,12	2,17	0,10	3,76	0,54
Fra 01.01.03	9,45	2,25	0,10	6,93	0,64
Fra 01.01.04	8,21	2,52	0,10	5,45	0,66
Fra 01.01.05	7,74	2,62	0,10	4,88	0,76

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

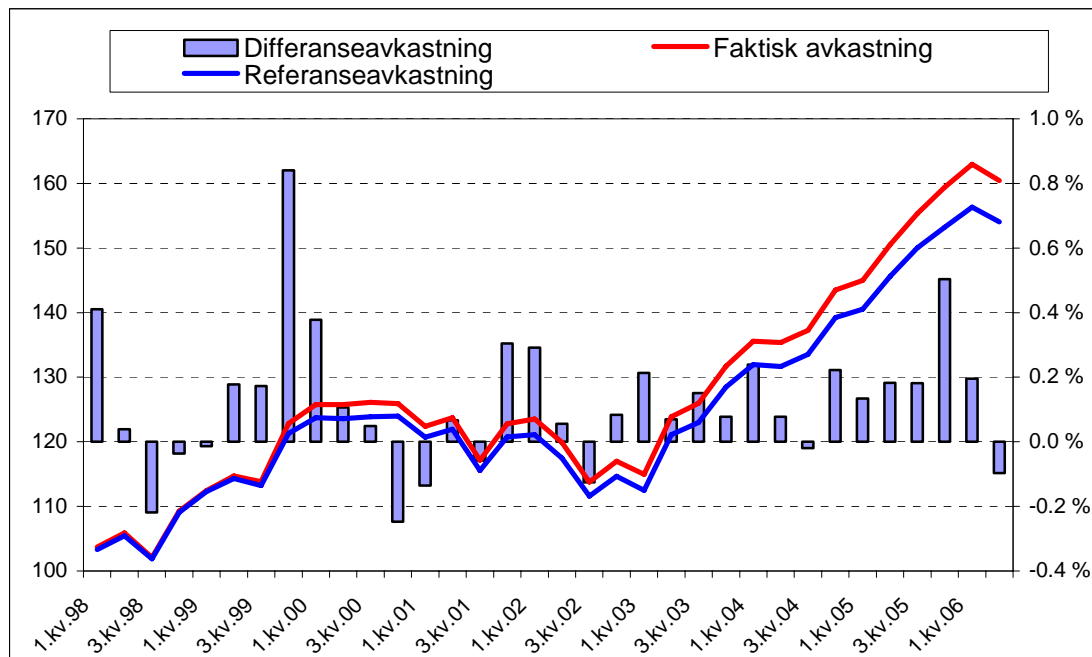


⁸ Prisveksten er et vektet gjennomsnitt av konsumprisveksten i de land som er med i referanseporteføljen

Den akkumulerte avkastningen til fondet fra 1. januar 1998 til utgangen av andre kvartal 2006 har vært 60,4 prosent (jf. figur 3-5). I løpet av denne perioden har aksjeforvaltningen hatt en akkumulert avkastning på 63,0 prosent, mens renteforvaltningen har hatt en avkastning på 54,7 prosent. Denne forskjellen i avkastning er imidlertid ikke et godt bilde på lønnsomheten ved de to aktivklassene. Pensjonsfondet har investert betydelige midler både i aksje og obligasjonsmarkedene i løpet av perioden. Markedsverdien på aksjebeholdningen ved utgangen av kvartalet var 33,0 prosent høyere enn den gjennomsnittlige kjøpskursen. Tilsvarende tall for obligasjonsbeholdningen var 14,6 prosent. Aksjeinvesteringene har således vært mer lønnsomme i forhold til obligasjonsinvesteringene enn figur 3-5 kan gi inntrykk av.

Siden 1998 har akkumulert avkastning på referanseporteføljen vært 54,1 prosent mens den faktiske avkastningen har vært 60,4 prosent (jf. figur 3-6). Akkumulert brutto meravkastning målt i valutakurven har vært på til sammen 6,4 prosentpoeng, som i beløp tilsvarer 27,8 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)



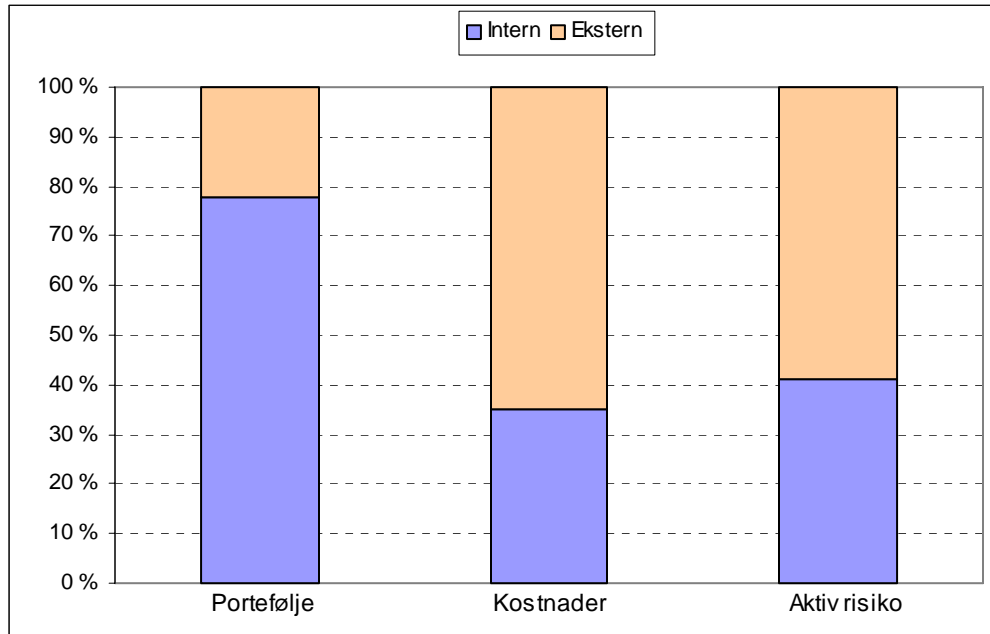
Intern og ekstern forvaltning

Ved utgangen av andre kvartal ble 22 prosent av fondet forvaltet av eksterne forvaltere. Samtidig utgjorde kostnadene ved ekstern forvaltning 65 prosent av de samlede forvaltningskostnadene. Den eksterne forvaltningen stod for anslagsvis 59 prosent av den samlede risiko knyttet til aktiv forvaltning (figur 3-7).

Den eksterne forvaltningen er i all hovedsak aktiv, mens en større del av den interne forvaltningen er knyttet til utvidet indeksering. Aktiv forvaltning er klart dyrere enn

indeksforvaltning, 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 andre kvartal er henholdsvis 0,31 og 0,040 prosent av forvaltet beløp. Eksterne forvaltere med spesialistkompetanse brukes for å oppnå tilstrekkelig bredde og omfang i den aktive forvaltningen, og meravkastningen fra eksternforvaltningen har over tid klart oversteget merkostnadene.

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



Renteforvaltningen

Markedsverdien av renteporteføljen økte med 18,1 milliarder kroner i andre kvartal til 895,1 milliarder kroner. Det ble tilført 36,7 milliarder kroner til porteføljen i perioden. Negativ avkastning på investeringene og en sterkere kronkurs bidro til å redusere verdien med henholdsvis 3,3 milliarder og 15,3 milliarder kroner. Ved utgangen av kvartalet var om lag 90 prosent av renteporteføljen internt forvaltet i Norges Bank.

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

⁹ Det finnes ingen absolutt korrekt måte å beregne fordelingen av aktiv risiko på. Fordelingen i figuren bygger på en summering av risikoen (VaR) i interne og eksterne mandater, uten hensyn til korrelasjon mellom de ulike mandatene.

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

Om lag 10 prosent av renteporteføljen forvaltes eksternt. I tillegg til mandatene for pantesikrede lån i Amerika, er det aktive mandater med ulike typer aktive strategier for meravkastning som forvaltes eksternt. Valg av eksterne forvaltere anses som en investeringsbeslutning, der ulike mandater tildeles midler eller avvikles ut fra analyser om likviditet og forventet fremtidig meravkastning.

I andre kvartal 2006 ble det overført midler til tre nye eksterne forvaltningsoppdrag. Putnam Advisory Company LLC fikk tildelt ett mandat for spesialisert forvaltning i USA og ett globalt mandat. Insight Investment Management Limited fikk tildelt ett mandat for spesialisert forvaltning i Europa.

Aksjeforvaltningen

Markedsverdien av porteføljen var ved utgangen av andre kvartal 609,9 milliarder kroner, noe som var en økning på 3,0 milliarder kroner i løpet av kvartalet. Det ble tilført 32,9 milliarder kroner til porteføljen i perioden. Negativ avkastning på investeringene reduserte verdien med 19,1 milliarder kroner, mens en sterkere kronekurs bidro til å redusere verdien med 10,8 milliarder kroner.

Ved utgangen av kvartalet ble omlag 62 prosent av porteføljen forvaltet internt i Norges Bank. En del av porteføljen forvaltes i en såkalt "forbedret" ("enhanced") indekseringsportefølje. Den øvrige interne aktive forvaltningen er blitt bygget gradvis opp over de siste år og består av porteføljeforvaltere som fokuserer på både fundamental analysedrevet aksjevalg innenfor industrisektorene finans, telekommunikasjon, energi, media og handelsnæring globalt, og relativ verdi strategier. I løpet av det siste året er disse mandatene gjort om til typen "absolutt avkastning", det vil si at porteføljene er balansert mellom eide ("long") og innlånte ("short") aksjer. Innlånet skjer fra en sentral indeksporfølje eller i markedet. Med denne organiseringen står NBIM fritt til å fokusere og dimensjonere den interne forvaltningen uavhengig av forvaltningskapital som er delegert til eksterne forvaltere.

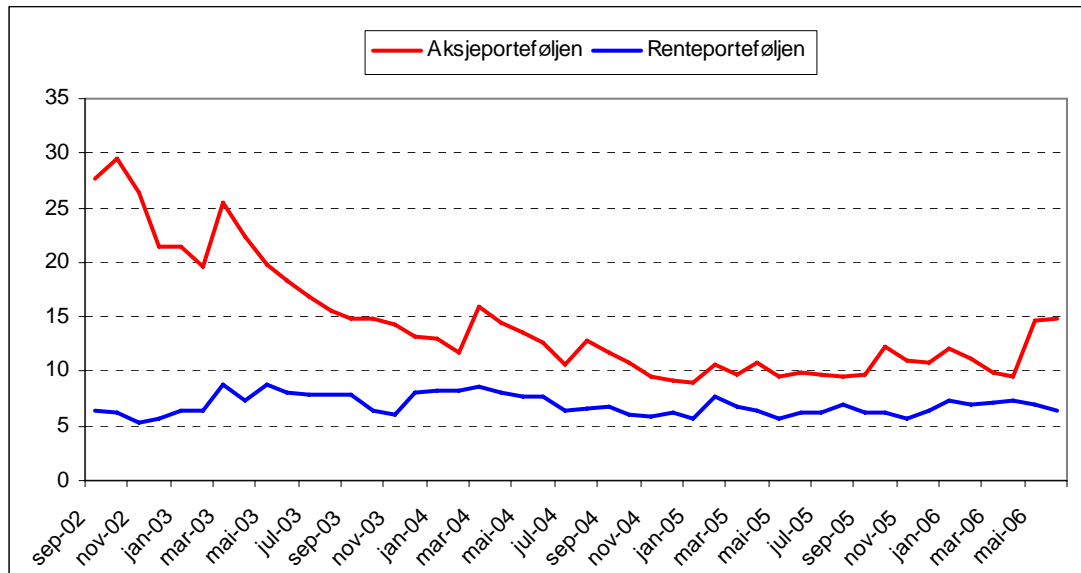
I underkant av 40 prosent av porteføljen forvaltes eksternt. Alle de eksterne aksjemandatene har definert egne referanseporteføljer og risikorammer. De regionale mandatene har referanseporteføljer som består av de bedrifter som inngår i FTSE-indeksen i en geografisk region, for eksempel kontinental-Europa,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

Det er i løpet av kvartalet overført midler til fire nye oppdrag hos eksterne aksjeforvaltere; AllianceBernstein LP, GLG Partners og T Rowe Price Associates Inc har fått tildelt regionale mandater. Janus Capital Management LLC. har fått tildelt ett sektormandat.

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 illustrert i figur 4-1, økte den absolutte volatiliteten i aksjeforvaltningen noe i andre kvartal 2006. Dette er en refleksjon av de relativt store endringene i aksjekursene i dette kvartalet. 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 rentemarkedene vanligvis er langt mer stabile enn aksjemarkedene.

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



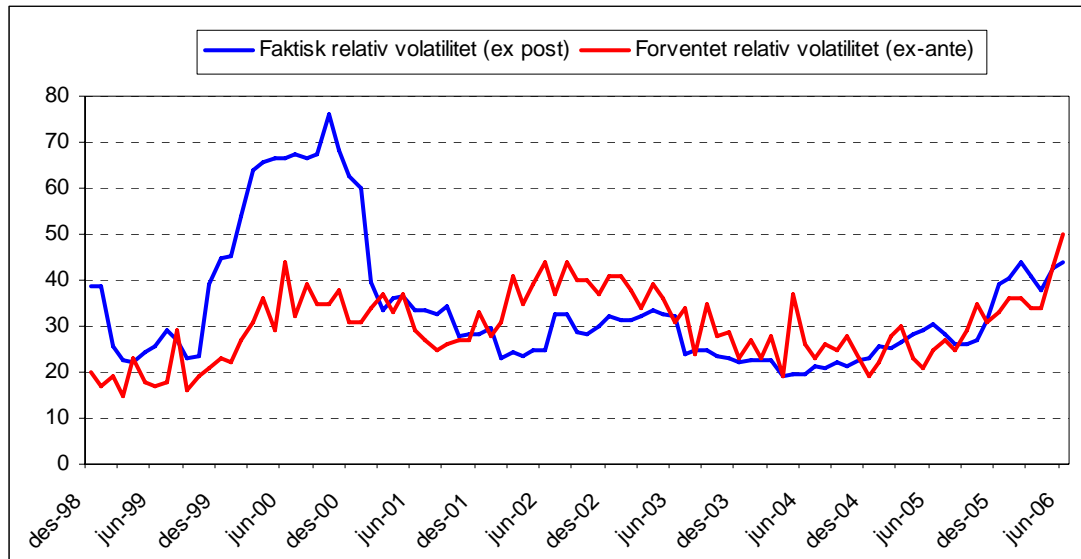
I styringen av forvaltningen har Finansdepartementet satt en begrensning på hvor forskjellig sammensetningen av fondet kan være fra referanseporteføljen. Dette er gjort ved å sette en grense for forventet avvik i avkastningen mellom den faktiske porteføljen og referanseporteføljen. Denne grensen for 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 økning i forventet relativ volatilitet de siste 12 månedene. Forventet relativ volatilitet var 50 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

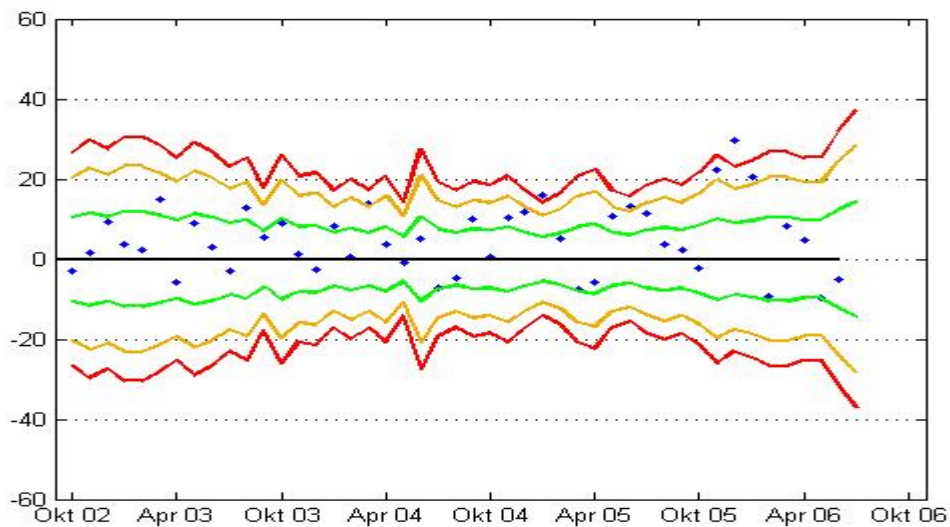
for hva den relative markedsrisikoen faktisk har vært (den blå linjen i figuren). Denne volatiliteten er beregnet som årsrate fra 12 måneders rullerende vinduer.

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



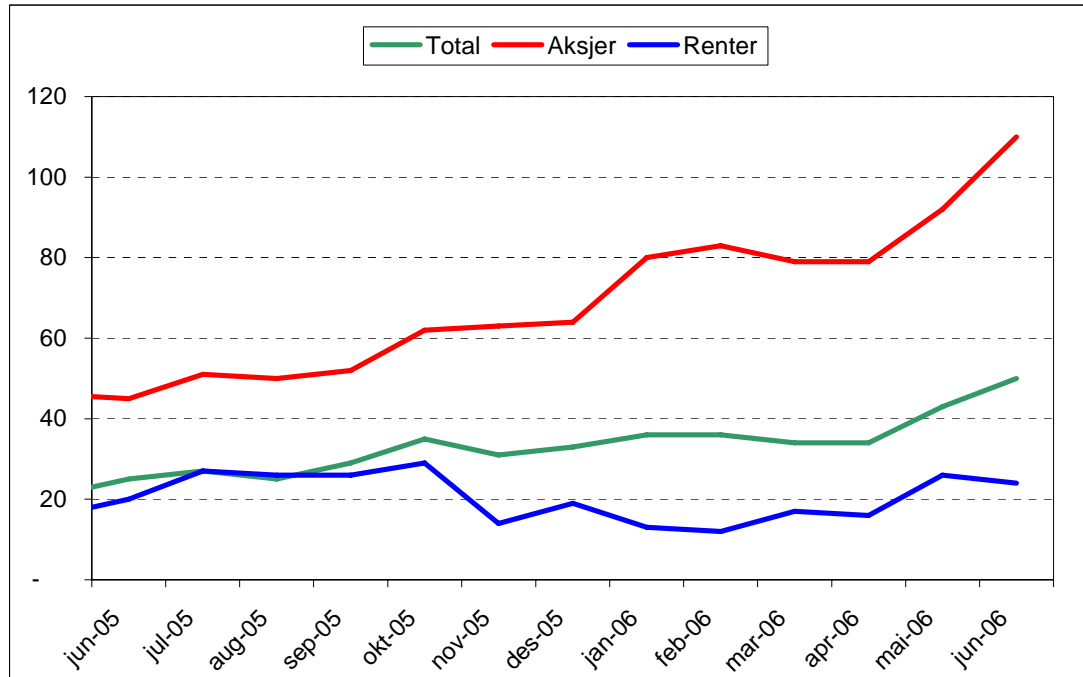
Norges Bank tester om faktisk meravkastning i fondet varierer i tråd med hva en skulle forvente ut fra den risikomodellen som benyttes. Dette er illustrert i figur 3-10. Figuren viser realisert månedlig meravkastning fra oktober 2002 (punkter) og konfidensintervall målt ved standardavvik. Modellen tilsier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

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



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

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



Informasjonsrate

Informasjonsraten er et mål på dyktighet i aktiv forvaltning. Denne raten er forholdstallet mellom brutto meravkastning pr. år og relativ markedsrisiko (her målt som faktisk standardavvik for brutto meravkastning). Som gjennomsnitt fra første kvartal 1998 til og med andre kvartal 2006 har informasjonsraten for fondet vært på 1,27 målt som årsrate. Tabell 3-5 gir en historisk oversikt over informasjonsraten for fondet samlet og for hver aktivaklasse.

Tabell 3-5: Informasjonsrater

Periode	Fondet	Aksjer	Renter
Siste 12 måneder	1,76	1,37	2,64
Siden 2002	1,75	1,08	3,24
Siden 1999	1,38	1,12	2,02

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 3-6. Det var i løpet av kvartalet ingen brudd på investeringsretningslinjene.

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

	Risiko	Grenser	Faktisk				
			30.06.05	30.09.05	31.12.05	31.03.06	30.06.06
§ 5	Markedsrisiko	Maksimalt 1,5 prosentpoeng relativ volatilitet	0,25	0,29	0,33	0,34	0,50
§ 4	Aktivafordeling	Rentebærende instrumenter 50-70%	60,1	59,2	58,4	59,1	59,5
		Egenkapitalinstrumenter 30-50%	39,9	40,8	41,6	40,9	40,5
§ 4	Markedsfordeling aksjer ¹⁰	Europa 40-60%	47,7	47,7	47,3	48,5	49,0
		Amerika og Afrika 25-45%					36,1
		Asia og Oseania 5-25%					14,9
		Amerika, Afrika, Asia og Oseania 40-60%	52,3	52,3	52,7	51,5	
Valutafordeling renter ¹⁰		Europa 50-70%	54,7	54,5	55,1	55,5	60,8
		Amerika og Afrika 25-45%	35,1	35,3	34,8	34,2	32,6
		Asia og Oseania 0-15%	10,2	10,2	10,1	10,4	6,6
§ 6	Eierandel	Maks 5% av et selskap	3,0	3,0	2,7	3,9	4,7

Tabell 3-7 viser sammensetningen av rentepapirporteføljen (renteporteføljen eksklusive kontanter) basert på kredittvurderingene til Moody's og Standard & Poor's (S&P). I tabellen er statspapirer og statsgaranterte rentepapirer uten kredittvurdering gitt utstederlandets kredittvurdering. Renteporteføljen består foruten langsiktige rentepapirer også av rentebærende instrumenter med kortere løpetid. Alle disse har kredittvurdering P-1 fra Moody's og A-1 fra S&P.

Tabell 3-7: Porteføljen av rentebærende verdipapirer pr. 30. juni 2006 fordelt etter kredittvurdering (i prosent av markedsverdi)

Moody's		Standard & Poor's	
Karakter	Prosent av total	Karakter	Prosent av total
Aaa	44,11	AAA	41,38
Aa	19,97	AA	21,64
A	21,17	A	17,31
Baa	9,15	BBB	9,83
Ba	0,59	BB	0,71
Lavere	0,10	Lavere	0,13
Ingen vurdering	4,91	Ingen vurdering	9,00

Kostnader

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

¹⁰ Finansdepartementet har i 2006 endret regionvektene, jf. omtale i Revidert nasjonalbudsjett 2006.

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 petroleumforsikringsfond og den største delen av Norges Banks valutareserver. Honorarer til eksterne forvaltere og eksterne oppgjørs- og depotinstitusjoner faktureres separat for hvert av fondene. De øvrige driftskostnadene er felles for alle de fond som forvaltes av Norges Bank Investment Management (NBIM). Felleskostnadene fordeles på de tre fondene ved hjelp av en fordelingsnøkkel. Felleskostnadene omfatter også kostnader for støttefunksjoner utført av andre deler av Norges Bank. Omfanget av den siste typen kostnader er beregnet etter de retningslinjene som gjelder for forretningsdrift i Norges Bank.

Omregnet til årsrate utgjorde kostnadene i første halvår 2006 0,10 prosent av gjennomsnittlig markedsverdi av fondet (jf. tabell 3-8). Sett bort fra avkastningsavhengige honorarer til eksterne forvaltere utgjorde kostnadene 0,07 prosent av markedsverdien. Til sammenligning utgjorde kostnadene i første halvår 2005 0,08 prosent av markedsverdien. Det var ingen endring i forholdstallene mellom kostnader og beløp under forvaltning fra første halvår 2005 til første halvår 2006 for interne kostnader. For eksterne kostnader økte dette forholdstallet, hovedsakelig som følge av økningen i avkastningsavhengige honorarer til eksterne forvaltere.

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

	Første halvår 2006		Første halvår 2005	
	1000 kroner	Prosent	1000 kroner	Prosent
Interne kostnader i aksjeforvaltningen	96 396		74 965	
Kostnader til aksjedepot og oppgjør	43 775		25 165	
Samlede kostnader i den interne aksjeforvaltningen	140 171	0,08	100 130	0,08
Interne kostnader i renteforvaltningen	76 886		71 527	
Kostnader til rentedepot og oppgjør	33 756		28 412	
Samlede kostnader i den interne renteforvaltningen	110 642	0,03	99 939	0,03
Minimumshonorarer til eksterne forvaltere	194 441		168 882	
Avkastningsavhengige honorarer til eksterne forvaltere	225 392		116 046	
Andre kostnader ved ekstern forvaltning	55 645		52 847	
Samlede kostnader i den eksterne forvaltningen	475 478	0,31	337 775	0,29
Sum alle forvaltningskostnader	726 291	0,10	537 844	0,10
Sum forvaltningskostnader, eksklusive avkastningsavhengige honorarer	500 899	0,07	421 798	0,08

Kostnadene fordeles på intern og ekstern forvaltning ved hjelp av fordelingsnøkler for de interne kostnadene og depotkostnadene. Anslagsvis 65 prosent av kostnadene gjaldt ekstern forvaltning, mens om lag 21 prosent av fondets portefølje forvaltes av eksterne. Enhetskostnadene i intern forvaltning var om lag 0,04 prosentpoeng, mot 0,31 prosentpoeng i ekstern forvaltning.

4. Norges Banks valutareserver

Hovedpunkter fra andre kvartal 2006:

Investeringsporteføljen

- Markedsverdi 205,7 milliarder kroner pr. 30. juni
- Periodeavkastning målt i internasjonal valuta:
 - Samlet: -1,53 prosent
 - Aksjeforvaltningen: -3,14 prosent
 - Renteforvaltningen: -0,47 prosent
- Mindreavkastning 0,04 prosent
- Aksjeandel økt til 40 prosent
- Fire nye eksterne forvaltningsmandater

Petrobufferporteføljen

- Overført 69,6 milliarder kroner til Statens pensjonsfond – Utland
- Tilført 40,7 milliard kroner fra SDØE
- Tilført 28,3 milliarder kroner fra Norges Banks egne valutakjøp
- Markedsverdi 3,5 milliarder kroner pr. 30. juni
- Periodeavkastning -1,5 prosent målt i norske kroner

Investeringsporteføljens markedsverdi

Markedsverdien av investeringsporteføljen var ved utgangen av andre kvartal på 205,7 milliarder kroner, noe som er en nedgang på 7,0 milliarder i løpet av kvartalet. Negativ avkastning på investerte midler bidro til nedgangen med 3,1 milliarder kroner, og en sterkere kronekurs i forhold til de valutaer porteføljen er investert i reduserte verdien med 3,9 milliarder kroner. Endring i kronekursen har imidlertid ingen betydning for porteføljens internasjonale kjøpekraft.

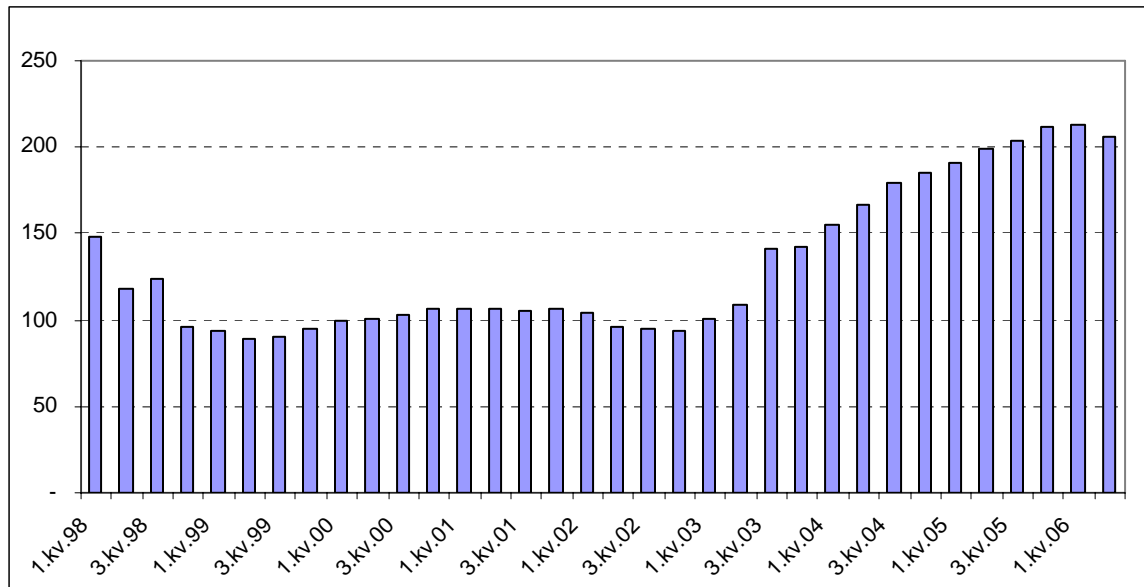
Tabell 4-1 viser markedsverdien ved de siste kvartalsskifter, og endringen i markedsverdi i andre kvartal 2006 fordelt på tilførsel, avkastning i internasjonal valuta og endring i kronens internasjonale verdi.

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

	Aksjeforvaltningen	Renteforvaltningen	Totalt
30. juni 2005	61 529	137 989	199 519
30. sept. 2005	66 005	137 209	203 213
31. des 2005	70 669	140 817	211 486
31. mar. 2006	83 495	129 174	212 670
Tilførsel	332	-332	-
Avkastning	- 2 526	-594	-3 120
Endring i kroneverdi	-1 547	-2 315	-3 862
30. juni 2006	79 754	125 934	205 688

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

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



Porteføljens avkastning

Investeringsporteføljen hadde i andre kvartal 2006 en periodeavkastning på -1,53 prosent, målt i forhold til referanseporteføljens valutakurv, se tabell 4-2. Målt i norske kroner var totalavkastningen i andre kvartal på -3,28 prosent. Lavere avkastning målt i norske kroner skyldes at kronen i løpet av kvartalet har blitt sterkere i forhold til valutaene i referanseporteføljen.

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

	Avkastningen målt i referanseporteføljens valutakurv		Avkastningen målt i norske kroner		
	Faktisk portefølje	Referanseportefølje	Faktisk portefølje	Referanseportefølje	Meravkastning
Første kvartal	1,62	1,54	-0,37	-0,45	0,08
April	0,06	0,00	-3,22	-3,28	0,06
Mai	-1,75	-1,69	-2,15	-2,10	-0,06
Juni	0,17	0,21	2,14	2,19	-0,05
Andre kvartal	-1,53	-1,48	-3,28	-3,24	-0,04
Hittil i år	0,07	0,04	-3,64	-3,67	0,04

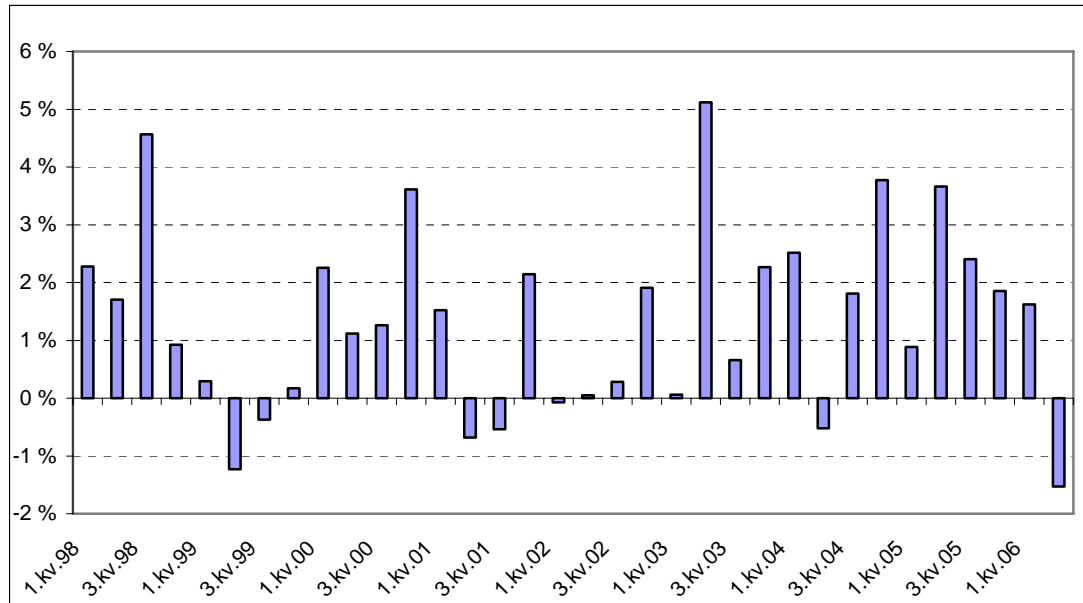
Brutto meravkastning i andre kvartal var 0,04 prosentpoeng lavere enn avkastningen på referanseporteføljen. Regnet som absolutt beløp utgjør mindreavkastningen 86 millioner kroner i andre kvartal 2006. Den eksterne renteforvaltningen bidro med meravkastning, mens det var negative bidrag fra både den interne rente- og aksjeforvaltningen.

I andre kvartal påløp det transaksjonskostnader ved at økningen av aksjeandelen til 40 prosent ble fullført. Norges Bank har estimert de direkte og indirekte transaksjonskostnadene knyttet til innfasingen til 709 tusen kroner i andre kvartal 2006. Dette utgjorde 0,21 prosent av det totale innfasingsbeløpet på 332 millioner kroner.

Referanseporteføljen er ikke justert for disse påførte transaksjonskostnadene. Dermed er den målte meravkastningen lavere enn den ville ha vært uten kostnadene knyttet til innfasingen av nye midler.

Fra 1.1 1998 har den gjennomsnittlige kvartalsavkastningen målt i valuta vært 1,35 prosent. Figur 4-2 viser avkastningen hvert kvartal. Det har vært negativ avkastning i 7 av 34 kvartaler.

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



Den prosentvise avkastningen av investeringsporteføljen fra og med 1998 er vist i tabell 4-3. Her er avkastningen regnet i forhold til porteføljens valutakurv. Til og med 2000 var hele porteføljen investert i stats- eller statsgaranterte obligasjoner, mens det siden 2001 også har vært aksjer i porteføljen og fra 2003 ikke-statsgaranterte obligasjoner.

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

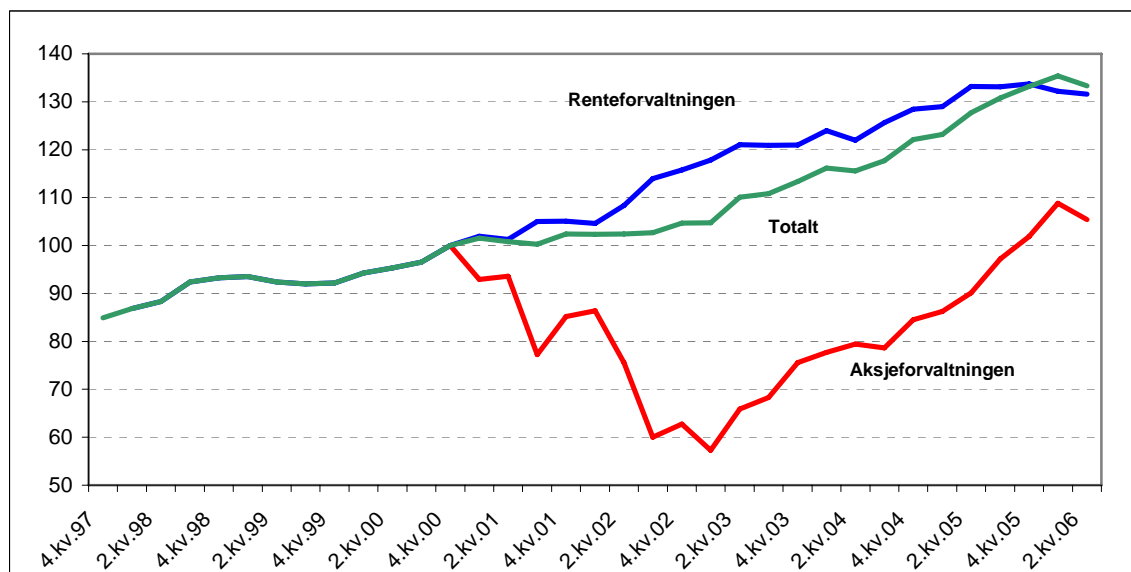
	Nominell årlig avkastning	Årlig prisvekst ¹¹	Forvaltningskostnader	Årlig netto realavkastning	Årlig brutto meravkastning
Fra 01.01.98	5,45	1,84	0,06	3,48	0,20
Fra 01.01.99	4,88	1,97	0,06	2,80	0,23
Fra 01.01.00	5,84	2,06	0,07	3,64	0,25
Fra 01.01.01	5,37	2,05	0,07	3,18	0,28
Fra 01.01.02	6,03	2,21	0,07	3,66	0,31
Fra 01.01.03	7,15	2,27	0,06	4,72	0,29
Fra 01.01.04	6,71	2,57	0,06	3,97	0,19
Fra 01.01.05	6,02	2,68	0,06	3,19	0,25

¹¹ 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 3,48 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 viser akkumulert avkastning fra 1. januar 1998 for rente- og aksjeforvaltningen. For perioden samlet har den akkumulerte renteavkastningen vært på 54,9 prosent. Siden det første gang ble investert i aksjer i januar 2001, har den akkumulerte avkastningen vært på 31,6 prosent for renteforvaltningen og 5,4 prosent for aksjeforvaltningen. Figuren viser at den totale akkumulerte avkastningen er noe høyere enn den akkumulerte avkastningen til hver av aktivaklassene. Dette har sammenheng med tilførsler av midler til en aktivaklasse som har hatt den svakeste utviklingen og dermed fått en undervekt. Dersom denne aktivaklassen i ettertid får en kraftig oppgang relativt til den andre aktivaklassen, vil den akkumulerte totalavkastningen kunne overstige avkastningen til her av aktivaklassene.

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

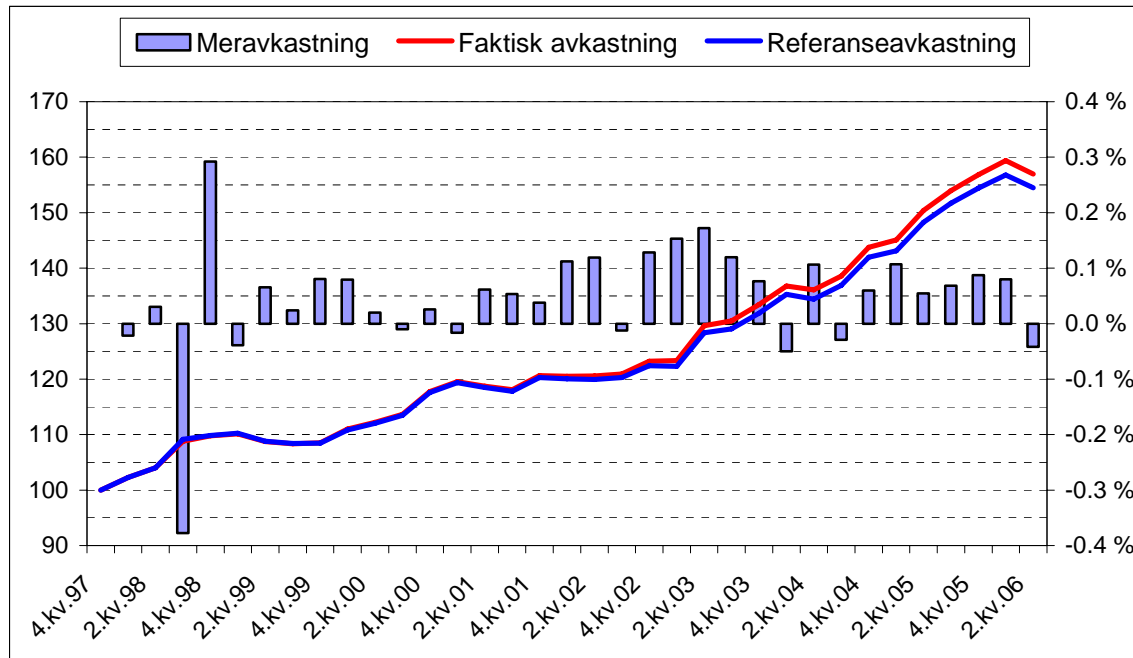


Denne forskjellen i avkastning gir imidlertid ikke et godt uttrykk for lønnsomheten ved de to aktivaklassene. Investeringsporteføljen har vekslet om betydelige beløp fra obligasjoner til aksjer siden januar 2001. Aksjeandelen var ved utgangen av kvartalet på 40 prosent. Markedsverdien på aksjebeholdningen ved utgangen av kvartalet var 11,2 prosent høyere enn den gjennomsnittlige kjøpskursen. Aksjeinvesteringene har således vært mer lønnsomme i forhold til obligasjonsinvesteringene enn figur 4-3 kan gi inntrykk for.

Den akkumulerte avkastningen fra 1. januar 1998 har vært 57,0 prosent for den faktiske porteføljen og på 54,5 prosent for referanseporteføljen (figur 4-4). Forskjellen mellom de to avkastningstallene er den brutto meravkastningen som er oppnådd i forvaltningen; til sammen 2,5 prosentpoeng siden 1998.

I beløp har summen av oppnådd meravkastning vært på 2,0 milliarder kroner. Figuren viser også at det er oppnådd meravkastning i 25 av de 34 kvartalene siden 1. januar 1998.

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



Renteforvaltningen

Markedsverdien av renteporteføljen falt med 3,2 milliarder kroner i andre kvartal til 125,9 milliarder kroner. Negativ avkastning av renteinvesteringene og omveksling til aksjer bidro til verdinedgangen med henholdsvis 0,6 og 0,3 milliarder kroner. Sterkere kronkurs reduserte porteføljen med 2,3 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 markedeksponering i samsvar med referanseporteføljen, og aktive strategier med sikte på å oppnå meravkastning i forhold til referanseporteføljen.

I andre kvartal 2006 er det overført midler til fire nye eksterne forvaltningsoppdrag. Smith Breeden Associates Inc fikk tildelt to mandater for spesialisert forvaltning i USA. Lehman Brothers Asset Management LLC og Hyperion Capital Management Inc. fikk også tildelt mandater for spesialisert forvaltning i USA.

Aksjeforvaltningen

Markedsverdien av aksjeporteføljen falt med 3,7 milliarder kroner til 79,8 milliarder kroner ved utgangen av kvartalet. Porteføljen ble tilført 0,3 milliarder kroner fra renteporteføljen, avkastningen av aksjeinvesteringene var negativ med 2,5 milliarder,

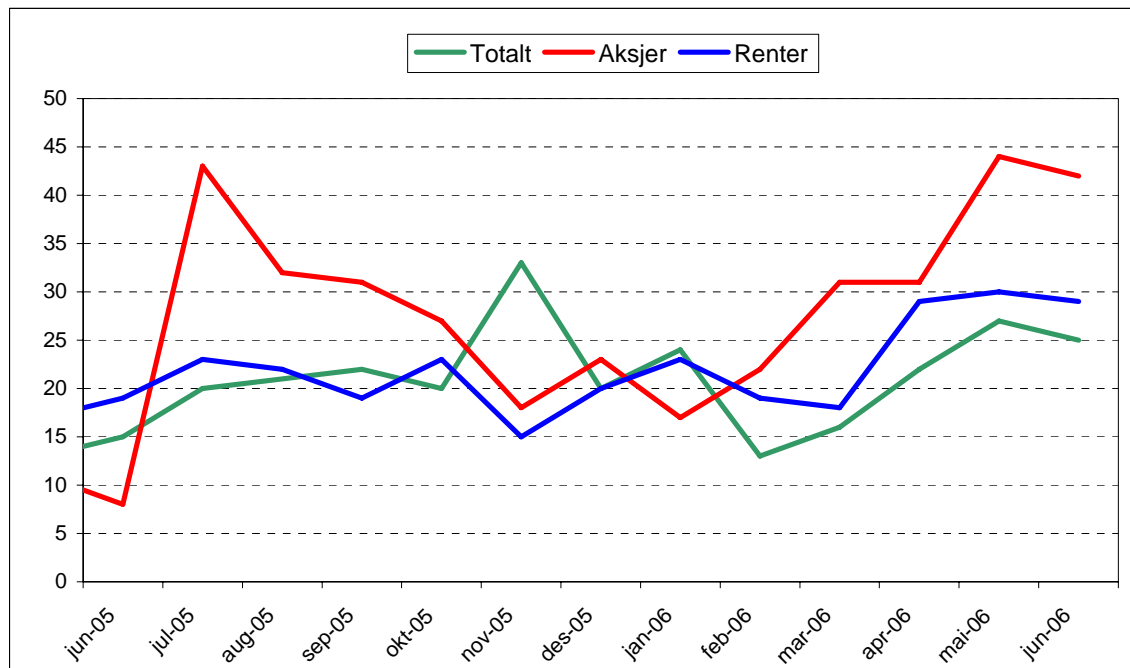
mens en sterkere kronekurs bidro til å redusere verdien av porteføljen med 1,5 milliarder kroner. Endring i kronekursen har imidlertid ingen betydning for porteføljens internasjonale kjøpekraft. Ved utgangen av kvartalet var hele aksjeporteføljen internt forvaltet i Norges Bank.

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 0,91.

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	1,36	-0,51	3,06
Siden 2002	1,67	-0,52	2,80
Siden 1999	1,31	N.A.	2,00

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 andre kvartal.

Tabell 4-5: Risiko og eksponering

Risiko		Faktisk				
		30.06.05	30.09.05	31.12.05	31.03.06	30.06.06
Markedsrisiko (prosentpoeng)	Relativ volatilitet	0,15	0,22	0,31	0,16	0,25
Aktivafordeling (andel i prosent)	Obligasjoner	69,16	67,52	66,58	60,74	61,23
	Aksjer	30,84	32,48	33,42	39,26	38,77
Valutafordeling (andel i prosent)	Europa	49,14	49,32	48,56	50,00	50,91
	Amerika	40,53	39,90	39,79	36,58	35,58
	Asia/Oseania	10,33	10,78	11,65	13,42	13,51
Eierandel (prosent)	Største eierandel Maks. 5%	0,33	0,45	0,97	0,68	0,82

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. 30.06.2006 fordelt etter kredittvurdering (prosent av markedsverdi)

Moody's		Standard & Poor's	
Karakter	Prosent av total	Karakter	Prosent av total
Aaa	53,35	AAA	50,51
Aa	19,17	AA	17,33
A	14,93	A	11,53
Baa	6,33	BBB	7,19
Ba	1,40	BB	1,48
Lavere rating	0,27	Lavere rating	0,62
Ingen rating	4,55	Ingen rating	11,34

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 halvår 2006 62,4 millioner kroner, noe som tilsvarer 0,06 prosent av gjennomsnittlig portefølje (årsrate)

Petrobufferporteføljen

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

Tabell 4-7 gir en oversikt over tilførsler til petrobufferporteføljen og overføringer til Statens pensjonsfond – Utland i andre kvartal 2006. Fra SDØE fikk porteføljen tilført 40,7 milliarder kroner i løpet av kvartalet. I tillegg fikk porteføljen tilført valuta fra Norges Banks kjøp i markedet for til sammen 28,3 milliarder kroner i andre kvartal

Overføringen til Pensjonsfondet var på 69,6 milliarder kroner i andre kvartal 2006.

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

Periode	Tilført fra SDØE	Valutakjøp i markedet	Overført til Pensjonsfondet	Overført til Investeringsporteføljen	Markedsverdi ved kvartals-/ månedsslutt
Første kvartal	46 115	16 175	82 366	-	-
April	15 631	4 958	21 440	-	3 003
Mai	12 715	11 396	24 204	-	2 842
Juni	12 314	11 966	23 907	-	3 497
Andre kvartal	40 660	28 321	69 550	-	-
Hittil i år	86 775	44 496	151 916	-	-

Størrelse og avkastning

Ved utgangen av andre kvartal 2006 var markedsverdien til petrobufferporteføljen 3,5 milliarder kroner sammenlignet med 4,3 milliarder kroner den 31. mars 2006.

Petrobufferporteføljen hadde i andre kvartal en avkastning på -1,5 prosent målt i norske kroner. I absolutt beløp tilsvarer dette 255 millioner kroner. Den negative avkastningen skyldtes sterkere kronekurs.

5. Statens petroleumsforsikringsfond

Hovedpunkter fra andre kvartal 2006:

- Markedsverdi 14,7 milliarder kroner pr. 30. juni
- Periodeavkastning -0,07 prosent målt i internasjonal valuta
- Periodeavkastning -1,63 prosent målt i norske kroner
- Meravkastning 0,01 prosent
- Premieinnbetaling fra Staten 1,2 milliarder kroner
- Skadeutbetalinger for 98,4 millioner kroner

Fondets markedsverdi

Fondets internasjonale portefølje hadde ved utgangen av andre kvartal 2006 en markedsverdi på 14,7 milliarder kroner. I tillegg hadde arbeidskontoen i norske kroner en saldo på 106,2 millioner kroner. Markedsverdiene av Petroleumsforsikringsfondets valutaporteføljer ved utgangen av 2006 fremgår av tabell 5-1.

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

	30.06.2005	30.09.2005	31.12.2005	31.03.2006	30.06.2006
EUR	7 096	7 036	7 038	6 906	7 389
GBP	2 123	2 098	2 120	2 073	2 220
USD	4 960	4 892	5 039	4 835	5 091
Total markedsverdi	14 179	14 026	14 197	13 814	14 700

Fondets avkastning

I andre kvartal 2006 var Petroleumsforsikringsfondets avkastning -0,07 prosent målt i den valutakurv som svarer til sammensetningen av referanseporteføljen jf. tabell 5-2. Målt i norske kroner var avkastningen på -1,63 prosent. Forskjellen skyldes at kronen i løpet av kvartalet ble sterkere i forhold til de valutaslagene som inngår i referanseporteføljen. Den faktiske avkastningen var 0,01 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
Første kvartal	-0,71	-0,72	-2,38	-2,39	0,00
April	-0,38	-0,38	-3,64	-3,63	0,00
Mai	0,26	0,26	-0,04	-0,04	0,00
Juni	0,05	0,04	2,12	2,11	0,01
Andre kvartal	-0,07	-0,08	-1,63	-1,64	0,01
Hittil i år	-0,78	-0,80	-3,97	-3,99	0,01

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

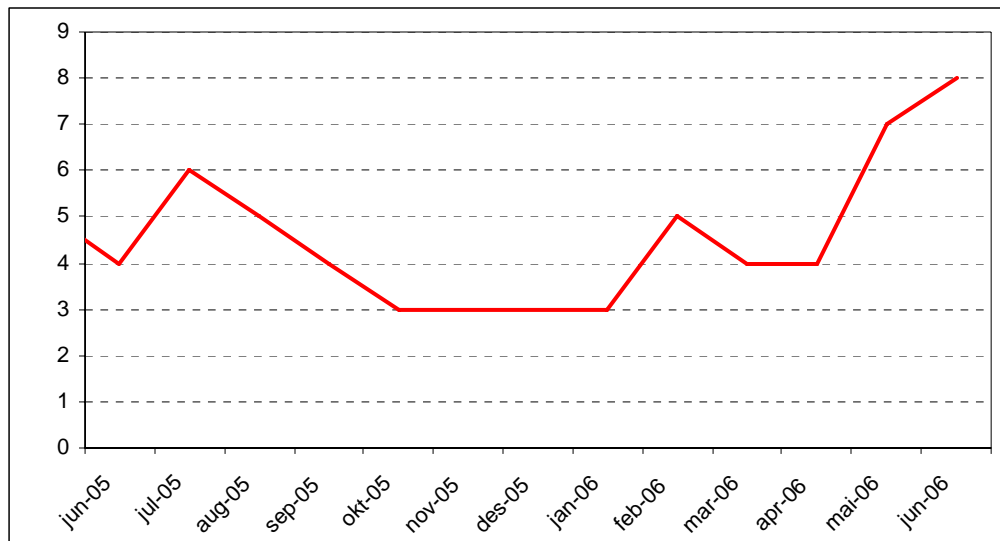
Hele porteføljen blir forvaltet internt i Norges Bank, og har hele tiden ligget svært nær referanseporteføljen. Porteføljen er i hovedsak investert i statsobligasjoner og andre obligasjoner som er inkludert i Lehman-indeksens delsektor for andre offentlige obligasjoner ("Government-related"). I tillegg 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 88,4 millioner kroner. Premieinnbetalingen for 2006 ble etter Stortingets vedtak i juni fastsatt til 1 199 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 andre kvartal 2006 ligget godt innenfor den øvre grensen, jf. figur 5-1.

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



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

porteføljen samlet. Tabell 5-3 viser at kravet til durasjon også i andre 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 30. juni 2006

Valuta	Faktisk portefølje	Referanseporteføljen
EUR	3,86	3,94
GBP	3,92	4,08
USD	4,15	4,05
SUM	3,98	4,00

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 andre kvartal 2006.

Tabell 5-4: Forskriftens og retningslinjenes grenser for risikoeksponering

Risiko	Grenser	Faktisk				
		30.06.05	30.09.05	31.12.05	31.03.06	30.06.06
Markedsrisiko	Maksimalt 0,75 prosent-poeng relativ volatilitet	0,05	0,04	0,03	0,04	0,08
Renterisiko	Modifisert durasjon maks 5	3,87	3,91	3,93	3,92	3,98

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 30. juni 2006 fordelt etter kredittvurdering

Moody's		Standard & Poor's	
Karakter	Prosent av total markedsverdi	Karakter	Prosent av total markedsverdi
Aaa	69,86	AAA	62,71
Aa	25,99	AA	32,00
A	4,15	A	4,15
Ingen rating ¹²	0	Ingen rating	1,14

Kostnader

Forvaltningsavtalen mellom Olje- og energidepartementet og Norges Bank fastsetter prinsippene for den godtgjøring Norges Bank skal motta for å utføre forvaltningen av Petroleumsforsikringsfondets portefølje. For 2006 ble det fastsatt en godtgjøringssats på 0,06 prosent av gjennomsnittlig markedsverdi av porteføljen. For første halvår 2006 utgjorde påløpt godtgjøring 4,2 millioner kroner.

¹² 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 andre kvartal var på -48 408 millioner kroner før forvaltningsgodtgjøringen til Norges Bank trekkes fra.

Tabell 1: Pensjonsfondets internasjonale portefølje pr 30. juni 2006 fordelt på instrumenter (i millioner kroner)

	30.06.2005	31.12.2005	30.06.2006
Kortsiktige fordringer/gjeld inkl. innskudd i utenlandske banker	4 603	23 784	-2 885
Pengemarkedsplasseringer i utenlandske finansinstitusjoner mot sikkerhet i verdipapirer	279 341	558 979	689 872
Innlån fra utenlandske finansinstitusjoner mot sikkerhet i verdipapirer	-404 918	-438 717	-529 545
Utenlandske rentebærende verdipapirer	843 365	682 024	746 861
Utenlandske aksjer	468 492	576 683	600 826
Reguleringer av terminkontrakter og derivater	-6 902	-3 618	17
Total portefølje før forvaltningsgodtgjøring	1 183 981	1 399 135	1 505 146
Skyldig forvaltningsgodtgjøring	-538	-1 239	-726
Total portefølje	1 183 443	1 397 896	1 504 420

Poster utenfor balansen (i mill. kroner)	30.06.2005	31.12.2005	30.06.2006
Forpliktelser			
Derivater og terminkontrakter, solgt	473 441	798 223	1 134 791
Derivater og terminkontrakter, kjøpt	476 546	785 681	1 133 381
Rettigheter			
Opsjoner solgt	4 442	5 273	84 172
Opsjoner kjøpt	20 904	8 578	50 687

Det er en mindre forskjell i markedsverdi mellom avkastnings- (jf. tabell 3-1) og regnskapsrapportering pr. 30.06.06. Dette skyldes bl.a. regnskapsmessige avsetninger og forskjellig verdivurderingsmetode 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 30. juni 2006 (i millioner kroner)

	30.06.2005	31.12.2005	31.03.2006	30.06.2006
Renteelementer	12 243	27 815	8 010	18 325
Dividende	6 348	10 309	3 024	8 909
Valutakursreguleringer ¹³	12 831	33 610	-27 447	-49 146
Urealisert verdipapirtap/gevinst	12 598	36 521	-8 444	-55 504
Realisert verdipapirtap/gevinst	23 546	49 908	23 224	29 629
Kurtasje	-18	-19	-17	-25
Gevinst/tap futures	92	1 250	369	-3 142
Gevinst opsjoner	-23	0	56	77
Gevinst/tap aksjebytteavtaler	265	1 239	758	1 402
Gevinst/tap rentebytteavtaler	-1 227	1 756	2 970	3 570
Bokført avkastning på plasseringer	66 655	162 388	2 503	-45 905
Påløpt forvaltningsgodtgjøring	-538	-1 239	-386	-726
Netto avkastning	66 117	161 149	2 117	-46 631

¹³ 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.

1.2 Investeringsporteføljen

Tabell 1: Investeringsporteføljen pr 30. juni 2006 fordelt på instrumenter (i millioner kroner)

	30.06.2005	31.12.2005	30.06.2006
Kortsiktige fordringer/gjeld inkl. innskudd i utenlandske banker	-5 511	-9 159	-941
Pengemarkedsplasseringer i utenl. finansinst.mot sikkerhet i verdipapirer	62 155	66 211	104 289
Innlån fra utenlandske finansinstitusjoner mot sikkerhet i verdipapirer	-85 992	-61 002	-90 622
Utenlandske rentebærende papirer	168 188	146 676	120 212
Utenlandske aksjer	61 729	70 615	80 536
Regulering av terminkontrakter og derivater	-1 027	-377	378
Total portefølje	199 542	212 962	¹⁴ 213 852

Poster utenfor balansen	30.06.2005	31.12.2005	30.06.2006
Forpliktelseser			
Derivater og terminkontrakter, solgt	83 563	137 043	196 015
Derivater og terminkontrakter, kjøpt	83 798	136 662	191 100
Rettigheter			
Opsjoner solgt	792	759	10 835
Opsjoner kjøpt	4 223	1 448	6 568

Tabell 2: Bokført avkastning av investeringsporteføljen pr 30. juni 2006 (i millioner kroner)

Avkastning Investeringsporteføljen	30.06.2005	31.12.2005	31.03.2006	30.06.2006
Renteelementer	2 094	5 067	1 431	3 087
Dividende	903	1 467	424	1 233
Valutakursreguleringer	2 483	5 570	-3 970	-7 608
Urealisert verdipapirgevinst/tap	3 093	5 318	-1 186	-8 888
Realisert verdipapirgevinst/tap	2 901	5 390	1 762	3 357
Kurtasje	-2	-3	-1	-2
Gevinst/tap futures	-195	-145	91	144
Gevinst/tap opsjoner	-7	-3	8	10
Gevinst/tap aksjebytteavtaler	10	-13	8	91
Gevinst/tap rentebytteavtaler	-146	440	619	784
Andre driftskostnader	-28	-44	-14	-33
Netto avkastning	11 106	23 044	-828	-7 825

¹⁴ Det er en forskjell i markedsverdi mellom avkastnings- (jf. tabell 4-1) og regnskapsrapportering pr. 30.06.06. Dette skyldes intern utligning av fordring/gjeld mellom investeringsporteføljen og petrobufferporteføljen.

1.3 Statens petroleumsforsikringsfond

Tabell 1: Petroleumsforsikringsfondets internasjonale portefølje pr 30. juni 2006 fordelt på instrumenter (i tusen kroner)

	30.06.2005	31.12.2005	30.06.2006
Kortsiktige fordringer/gjeld inkl. innskudd i utenlandske banker	-240 697	32 040	-990 679
Pengemarkedsplasseringer i utenl. finansinst.mot sikkerhet i verdipapirer	3 339 559	2 854 221	2 104 500
Innlån fra utenlandske finansinstitusjoner mot sikkerhet i verdipapirer	-494 126	0	-14 156
Utenlandske rentebærende papirer	10 850 021	11 312 548	12 491 997
Regulering av terminkontrakter og derivater	-1 168	-983	-1 664
Total portefølje før forvaltningsgebyr	13 453 589	14 197 825	13 859 999
Skyldig forvaltningsgodtgjøring	-4 060	-8 222	-4 156
Total portefølje	13 449 529	14 189 603	¹⁵ 13 585 843

Poster utenfor balansen (hele tusen)	30.06.2005	31.12.2005	30.06.2006
Derivater og terminkontrakter, solgt	1 252 083	1 149 753	921 630
Derivater og terminkontrakter, kjøpt	1 250 928	1 148 770	919 964

Tabell 2: Bokført avkastning av Statens petroleumsforsikringsfond pr 30. juni 2006 (i tusen kroner)

	30.06.2005	31.12.2005	31.03.2006	30.06.2006
Rentelementer	269 542	559 657	150 514	299 431
Valutakursreguleringer	110 509	325 078	-238 604	-455 986
Urealisert verdipapirgevinst/tap	146 285	-18 437	-247 140	-370 349
Realisert verdipapirgevinst/tap	25 176	15 285	-2 778	-36 248
Gevinst/tap derivater	639	811	-231	-683
Andre driftskostnader	-1	-6	5	5
Netto avkastning	552 149	882 309	-338 235	-563 830
Påløpt forvaltningsgodtgjøring	-4 060	-8 222	-2 141	-4 156
Netto avkastning	548 089	874 087	-340 376	-567 986

¹⁵ Det er en forskjell i markedsverdi mellom avkastnings- (jf. tabell 5-1) og regnskapsrapportering pr. 30.06.06. Dette skyldes utligning av fordring/gjeld mellom Norges Banks valutareserver og Petroleumsforsikringsfondet.

Vedlegg 2: Mandat og referanseportefølje

1. Statens pensjonsfond - Utland

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

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

I revidert nasjonalbudsjett 2006 annonserte departementet beslutning om å endre regionvektene for fondets plasseringer. Referanseporteføljen for aksjer får etter dette en sammensetning med 15 pst. Asia/Oseania, 50 pst. Europa og 35 pst. Amerika/Afrika. Referanseporteføljen for obligasjoner får en sammensetning med 5 pst. Asia/Oseania, 60 pst. Europa og 35 pst. Amerika. Det legges opp til øvre og nedre grenser for regionandeler som er ti prosentpoeng over og under regionvektene i referanseporteføljen. Nedre grense for obligasjoner i Asia/Oseania er satt til 0 pst. Innfasingen har skjedd over tid og ble avsluttet i tredje kvartal 2006.

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. Med virkning fra 31. mai 2006 besluttet Finansdepartementet å trekke ut selskapene Wal-Mart og Freeport fra fondets investeringsunivers. Begrunnelse for uttrekket er nærmere omtalt i pressemelding fra departementet av 6. juni 2006. Vedlegg 4 gir en samlet oversikt over de selskaper som er trukket ut fra investeringsuniverset ved utgangen av annet kvartal 2006.

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

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

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

Referanseportefølje pr 30. juni 2006 (i prosent)

Land for aksjereferansen Valuta for rentereferansen	Aksjer		Renteinstrumenter	
	Strategisk referanseportefølje	Faktisk referanseportefølje	Strategisk referanseportefølje	Faktisk referanseportefølje
Vekt aktivaklasser	40,0	40,6	60,0	59,4
Belgia		0,7		
Finland		0,9		
Frankrike		8,0		
Hellas		0,5		
Irland		0,5		
Italia		3,2		
Nederland		2,6		
Portugal		0,3		
Spania		3,1		
Tyskland		5,3		
Østerrike		0,3		
<i>Euro-området (EUR)</i>		25,5		48,1
Storbritannia (GBP)		17,4		9,3
Danmark (DKK)		0,5		0,7
Sveits (CHF)		5,0		0,5
Sverige (SEK)		1,8		1,1
Sum Europa	50,0	50,1	60,0	59,8
USA (USD)		31,8		32,2
Brasil		0,7		
Canada (CAD)		2,1		2,0
Mexico		0,4		
Sør-Afrika		0,6		
Sum Amerika / Afrika	35,0	35,5	35,0	34,2
Australia (AUD)		2,1		0,2
Hong Kong		1,1		
Japan (JPY)		8,7		5,5
New Zealand (NZD)		0,1		0,1
Singapore (SGD)		0,3		0,2
Sør-Korea		1,3		
Taiwan		1,0		
Sum Asia / Oseania	15,0	14,4	5,0	6,0

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.

Aktivaklasse- 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 aktivaklasse- og regionvektene så langt tilbake mot de opprinnelige vektene som mulig, men ikke slik at det blir nødvendig å selge noe fra den eksisterende porteføljen. Dermed kan det også etter tilførsel av nye midler bli noe forskjell mellom den strategiske referanseporteføljen beskrevet ovenfor og den faktiske referanseporteføljen. Den siste er det løpende grunnlaget for risikostyringen og resultatmålingen i Pensjonsfondet.

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

Vektene i den faktiske referanseporteføljen den 30. juni 2006 er vist i tabellen ovenfor. Vektene i rentereferansen gjelder den valuta verdipapirene lyder på. Det er derfor ikke oppgitt andeler for hvert land innenfor euroområdet.

2. Norges Banks valutareserver - investeringsporteføljen

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

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

Det er en særskilt rapportering til hovedstyret dersom eierpostene i valutareservene og Statens pensjonsfond – utland samlet overstiger 5 prosent. Hovedstyret har fastsatt felles retningslinjer for utøvelse av eierskap i de to fondene og videre at selskaper som Finansdepartementet har besluttet å trekke ut fra pensjonsfondet også skal trekkes ut fra valutareservene. Med virkning fra 31. mai 2006 besluttet Finansdepartementet å trekke ut selskapene Wal-Mart og Freeport fra investeringsuniverset til pensjonsfondet. Vedlegg 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 18 land. Aksjer utgjør 40 prosent av den strategiske referanseporteføljen, mens rentebærende instrumenter utgjør 60 prosent. Innenfor aksjedelen av referansen utgjør aksjer notert på børser i Europa 50 prosent, Amerika /Afrika 35 prosent og Asia/Oseania 15 prosent. Innenfor rentedelen er andelen 58 prosent i Europa, 37 prosent i Amerika og 5 prosent i Asia/Oseania.

Referanseportefølje pr 30. juni 2006 (i prosent)

Land for aksjereferansen Valuta for rentereferansen	Aksjer		Renteinstrumenter	
	Strategisk referanseportefølje	Faktisk referanseportefølje	Strategisk referanseportefølje	Faktisk referanseportefølje
Vekt aktivklasser	40,0	38,9	60,0	61,1
Belgia		0,8		
Finland		0,9		
Frankrike		8,1		
Hellas		0,5		
Irland		0,6		
Italia		3,2		
Nederland		2,7		
Portugal		0,3		
Spania		3,2		
Tyskland		5,4		
Østerrike		0,3		
<i>Euro-området (EUR)</i>		25,9		47,3
Storbritannia (GBP)		17,7		9,0
Danmark (DKK)		0,5		0,7
Sveits (CHF)		5,1		0,6
Sverige (SEK)		1,8		1,1
Sum Europa	50,0	50,9	58,0	58,7
USA (USD)		30,9		33,0
Brasil		0,7		
Canada (CAD)		2,0		3,2
Mexico		0,4		
Sør-Afrika		0,6		
Sum Amerika / Afrika	35,0	34,5	37,0	36,2
Australia (AUD)		2,1		0,2
Hong Kong		1,1		
Japan (JPY)		8,7		4,8
New Zealand (NZD)		0,1		
Singapore (SGD)		0,3		
Sør-Korea		1,3		
Taiwan		1,0		
Sum Asia / Oseania	15,0	14,5	5,0	5,0

Vektene i den faktiske referanseporteføljen den 30. juni 2006 er vist i tabellen ovenfor. Vektene i rentereferansen gjelder den valuta verdipapirene lyder på. Det er derfor ikke oppgitt andeler for hvert land innenfor euroområdet.

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. 30. juni 2006.

Referanseporteføljen pr 30. juni 2006 (i prosent)

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

4. Selskaper som er 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. 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 valutaeserver.

Selskaper som Finansdepartementet har trukket fra investeringsuniverset pr. 30. juni 2006

Dato	Årsak	Selskap
26. april 2002	Produksjon av antipersonell landminer	Singapore Technologies, Singapore
31. mai 2005	Kartlegging av petroleumsforekomster utenfor Vest-Sahara	Kerr-McGee Corporation, U.S.A.
31. august 2005	Produksjon av sentrale komponenter til klasebomber	Alliant Techsystems Inc., U.S.A. EADS Company N.V., Nederland ¹⁶ EADS Finance B.V., Nederland ¹⁶ 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 menneskerettigheter (1) Skader på miljøet (2)	Wal-Mart Stores Inc (1) Wal-Mart de Mexico S.A (1) Freeport McMoRan Copper and Gold Inc (2)

¹⁶ EADS har i brev av 21. mars 2006 til Norges Bank opplyst at selskapet ikke lenger har investeringer i produksjon av klasevåpen. Finansdepartementet annonserte 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.

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 referanseindeksene¹⁷. For aksjer og rentepapirer som ikke inngår i referanseindeksen benyttes Bloomberg som prisingskilde. I tillegg blir enkelte rentederivater priset av prisleverandøren Reech samt at for enkelte aksjemarkeder benyttes priser direkte fra de lokale børsene.

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

Innbetalinger til Fondet og overføringer mellom aksje- og renteporteføljene gjøres siste virkedag i hver måned. Avkastningen for hver måned kan da beregnes ved å se på månedlige endringer i markedsverdi, justert for inn- og utbetalinger. For lengre perioder, som kvartals-, års- og hittil i år avkastning, benyttes geometrisk avkastning. Det vil si at avkastningsindeksene for hver delperiode multipliseres. Denne avkastningen er således en tidsvektet avkastning av de enkelte måneders avkastning.

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 valutakurser¹⁸.

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,

¹⁷ Lehman Global Aggregate (LGA) og FTSE for henholdsvis renter og aksjer.

¹⁸ WM/Reuter Closing Spot Rates, fastsettes klokken 16:00 London tid.

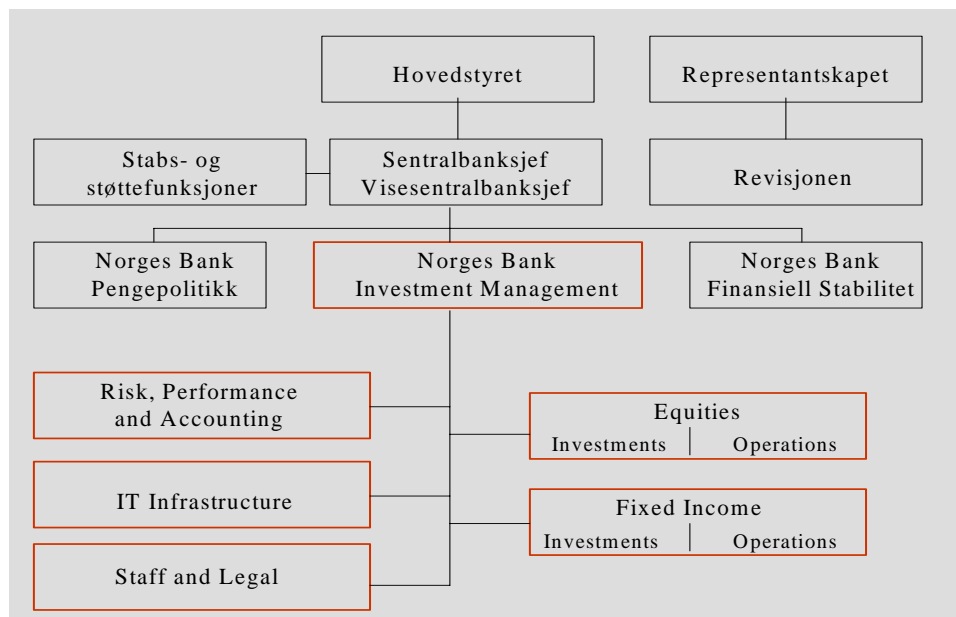
markedspåvirkninger og alternativkostnader. Norges Banks modell beregner transaksjonskostnadene i renteporteføljen ved full ”bid-ask spread”. Indirekte transaksjonskostnader i aksjeporteføljen estimeres ved StockFactsPro®. Markedspåvirkning i rentemarkedet er en funksjon av sektor, markedsforshold, transaksjonsstørrelse, størrelse på utstedt lån og likviditeten til utsteder. I de fleste tilfeller er bidragene fra disse variablene neglisjerbare.

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

NBIM er organisert ved egne forretningsområder for henholdsvis aksje- og renteforvaltning. Lederne for aksje- og renteforvaltningen har innenfor sin del av forvaltningen ansvar for alle porteføljeinvesteringer og resultater, strategisk planlegging og kostnadsstyring. I hvert av forretningsområdene er det en Chief Operating Officer med ansvar for støttefunksjoner, transaksjonsgjennomføring og forretningsssystemer. Disse rapporterer både til de respektive lederne for forretningsområdene, og til lederen for NBIM. I tillegg er tre avdelinger organisasjonsmessig utenfor og uavhengig av forretningsområdene med direkte rapportering til leder av NBIM. Disse avdelingene har ansvar for risikomåling, avkastningsmåling, regnskapsføring, kontroll med investeringsretningslinjer, forhandling av juridiske avtaler, personalpolitikk, infrastruktur policy og administrative fellesfunksjoner. Ved utgangen av juni 2006 hadde NBIM 132 fast ansatte medarbeidere.