

# NBIM forvaltningsrapport

## 3. kvartal 2007

Statens pensjonsfond - Utland  
Noregs Bank sine valutareservar

- Investeringsporteføljen
- Petrobufferporteføljen

Statens petroleumsforsikringsfond

### Noregs Bank

er landets sentralbank. Hovedoppgåvene er å utøve pengepolitikk, sikre finansiell stabilitet og å drive med kapitalforvaltning. Kapitalforvaltninga skjer i Noregs Bank Investment Management (NBIM). NBIM forvaltar Statens pensjonsfond – Utland (tidlegare Statens petroleumsfond) på oppdrag frå Finansdepartementet, Statens petroleumsforsikringsfond på oppdrag frå Olje- og energidepartementet, og investeringsporteføljen og petrobufferporteføljen som utgjør hovuddelen av Noregs Bank sine valutareservar.

Oslo, 20. november 2007

Noregs Bank Investment Management

11/250

ISSN 0809-9650

## Innholdsliste

1. Innleiing og hovudtal	3
2. Marknadsutviklinga	8
3. Statens pensjonsfond – Utland	13
4. Noregs Bank sine valutareservar	27
• Investeringsporteføljen	
• Petrobufferporteføljen	
5. Statens petroleumsforsikringsfond	35
Vedlegg:	38
• Rekneskapsrapportar	
• Mandat og referanseportefølje	
• Metodegrunnlag for utrekning av avkastning og transaksjonskostnader	
• Marknadsrisiko	
• Om Noregs Bank Investment Management (NBIM)	

## 1. Innleiing og hovudtal

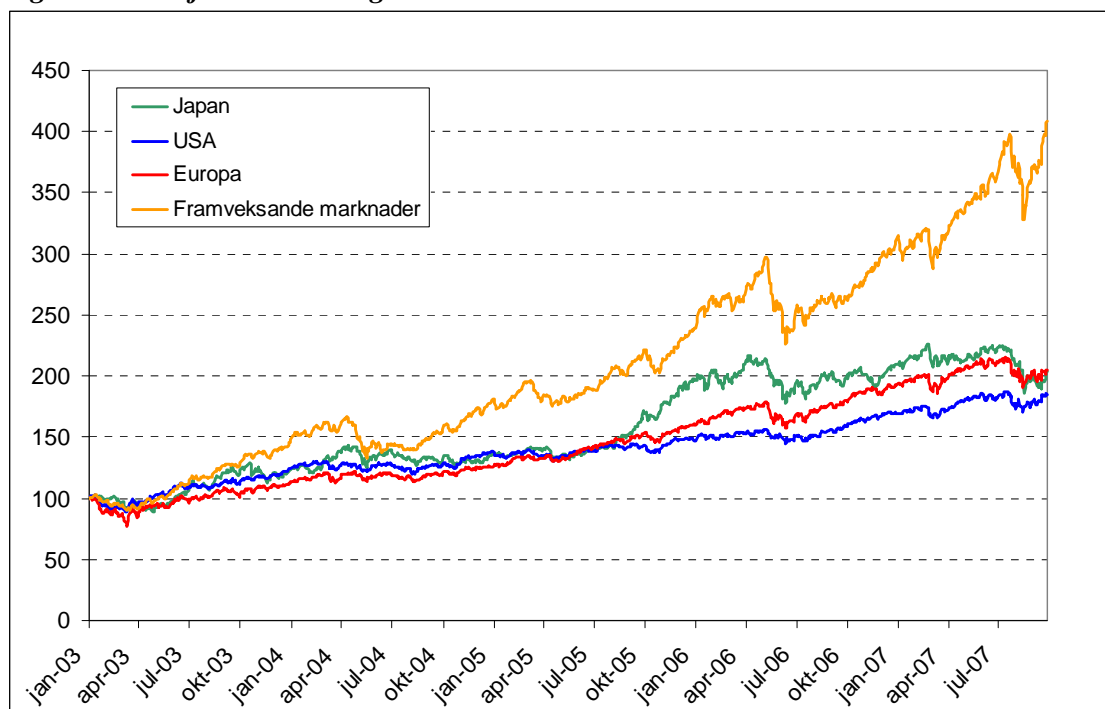
### 1.1 Store kursvariasjonar i dei internasjonale finansmarknadene

Tredje kvartal var prega av uro og prisfluktuasjonar i finansmarknadene verda over. Aukande misleghald av bustadlån med låg trygd i USA førte til ein auke i renteforskjellen mellom verdipapir med trygd i lån til kundar med låg kreditt-tiltru og amerikanske statsobligasjonar. Aksjemarknadene blei også påverka av uroa, og det var sterk kursnedgang i juli og august. I september snudde utviklinga i aksjemarknaden, og ein del av kursnedgangen blei reversert. Det var selskap innanfor råvaresektoren som hadde den sterkaste kursutviklinga, mens det var svakast kursutvikling for selskap innanfor sektorane finansielle tenester og forbrukstenester.

For kvartalet sett under eitt blei det positiv avkastning målt i valuta for både Statens pensjonsfond – Utland (SPU), investeringsporteføljen i Noregs Bank sine valutareservar og for Statens petroleumsforsikringsfond med høvesvis 1,15, 0,45, og 2,64 prosent. I dei tre første kvartala i 2007 var avkastninga på dei to største fonda (SPU og investeringsporteføljen) høvesvis 4,9 og 4,2 prosent, mens avkastninga på forsikringsfondet var 2,9 prosent.

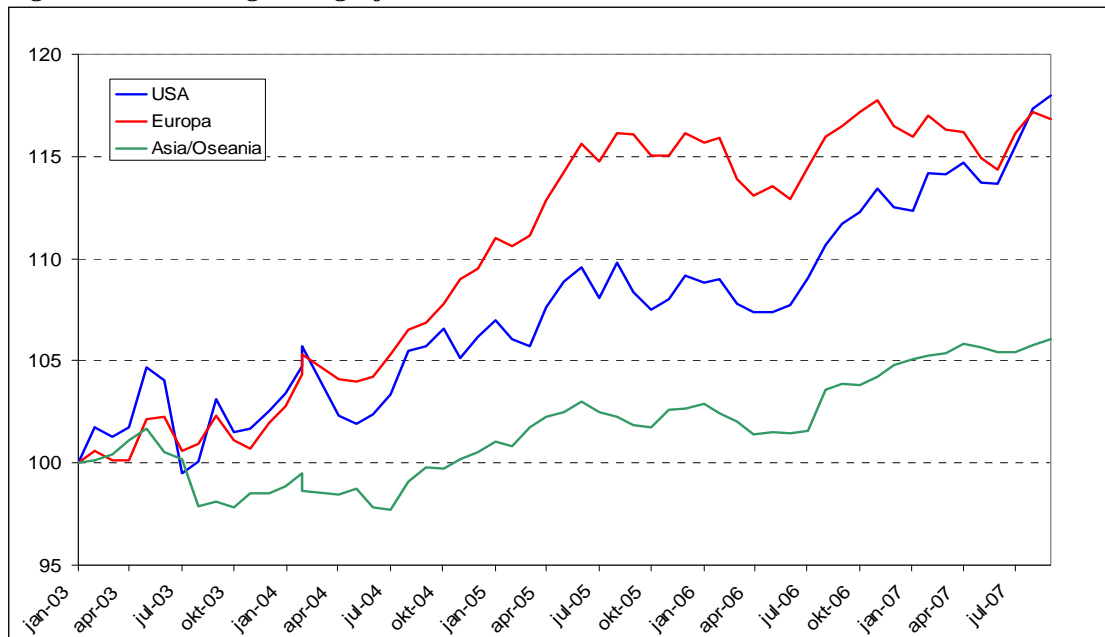
Frå inngangen til 2003 har aksjemarknadene i Japan, Europa og USA auka med høvesvis 104, 105, og 85 prosent. Ein børskursindeks sett saman av 24 framveksande marknader har i same periode auka med 308 prosent.

**Figur 1-1: Aksjekursutviklinga sidan 1.1.2003**



Avkastninga i dei internasjonale statsobligasjonsmarknadene var positiv i tredje kvartal 2007. Dette hadde samanheng med at uroa i kredittmarknadene førte til auka etterspørsel etter statsobligasjonar, som er investeringar med høg kreditt-tiltru. Figur 1-2 viser avkastninga i statsobligasjonsmarknadene sidan 2003 målt ved utviklinga i Lehman Global Aggregates indeksar. Indeksane for Europa, Amerika og Asia/Oseania har stige med høvesvis 16,8 prosent, 18,0 prosent og 6,1 prosent i perioden.

**Figur 1-2: Utvikling i obligasjonsmarknadene sidan 1.1.2003**



#### Avkastning 1,15 prosent i Statens pensjonsfond – Utland

I tredje kvartal 2007 var periodeavkastninga av Statens pensjonsfond – Utland 1,15 prosent målt i valutakorga som tilsvare samansetninga av referanseporteføljen for fondet. Avkastninga i aksje- og renteporteføljen var høvesvis -0,30 og 2,10 prosent. Avkastninga av porteføljen i Pensjonsfondet var 0,17 prosentpoeng lågare enn avkastninga av referanseporteføljen som Finansdepartementet har fastsett. Til no i år er samla avkastning 4,94 prosent, og meiravkastninga 0,19 prosentpoeng. Marknadsverdien ved utgangen av kvartalet var 1 932,3 milliardar kroner.

#### Avkastning 0,45 prosent i investeringsporteføljen

I tredje kvartal 2007 var periodeavkastninga av investeringsporteføljen i Noregs Bank sine valutareservar 0,45 prosent målt i valutakorga som tilsvare samansetninga av referanseporteføljen for porteføljen. Avkastninga i aksje- og renteporteføljen var høvesvis -1,52 og 1,97 prosent. Avkastninga av investeringsporteføljen var 0,60 prosentpoeng lågare enn avkastninga til referanseporteføljen som hovudstyret i Noregs Bank har fastsett. Til no i år er samla avkastning 4,21 prosent, og mindrevkastninga 0,39 prosentpoeng. Marknadsverdien ved utgangen av kvartalet var 213,1 milliardar kroner.

### Avkastning 2,64 prosent i Statens petroleumsforsikringsfond

I tredje kvartal 2007 var periodeavkastninga av Statens petroleumsforsikringsfond 2,64 prosent målt i valutakorga som tilsvarer samansetninga av referanseporteføljen for fondet. Avkastninga av porteføljen for petroleumsforsikringsfondet var 0,09 prosentpoeng høgare enn avkastninga av referanseporteføljen som Olje- og energidepartementet har fastsett. Til no i år er samla avkastning 2,91 prosent, og meiravkastninga 0,11 prosentpoeng. Marknadsverdien ved utgangen av kvartalet var 14,4 milliardar kroner.

### **1.2 Samla kapital under forvaltning 2 163 milliardar kroner**

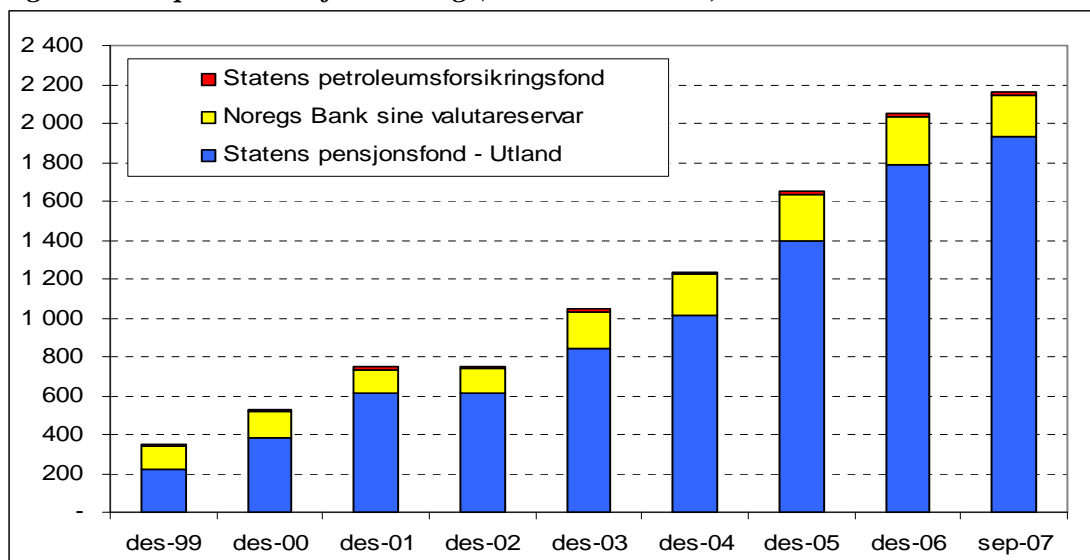
I tredje kvartal blei det tilført 75,9 milliardar kroner til Statens pensjonsfond – Utland. Avkastninga av dei investerte midlane var 21,4 milliardar kroner, mens ein sterkare kronekurs i forhold til investeringsvalutaene reduserte marknadsverdien med 104,4 milliardar kroner. Samla kapital under forvaltning ved utgangen av tredje kvartal 2007 var 2 163 milliardar kroner (sjå tabell 1-1).

**Tabell 1-1: Avkastning i tredje kvartal, og marknadsverdi pr. 30. september 2007**

	Avkastning i valuta		Avkastning i NOK			NOK
	Faktisk portefølje	Referanseportefølje	Faktisk portefølje	Referanseportefølje	Meiravkastning	Marknadsverdi i milliardar
<b>Statens pensjonsfond-Utland</b>	1,15	1,33	-4,20	-4,03	-0,17	1 932
<b>Investeringsporteføljen</b>	0,45	1,08	-4,85	-4,25	-0,60	213
<b>Statens petroleumsforsikringsfond</b>	2,64	2,55	-3,06	-3,15	0,09	14
<b>Totalt</b>						<b>2 163<sup>1</sup></b>

Figur 1-3 viser utviklinga i samla kapital under forvaltning frå utgangen av 1999.

**Figur 1-3: Kapital under forvaltning (milliardar kroner)**



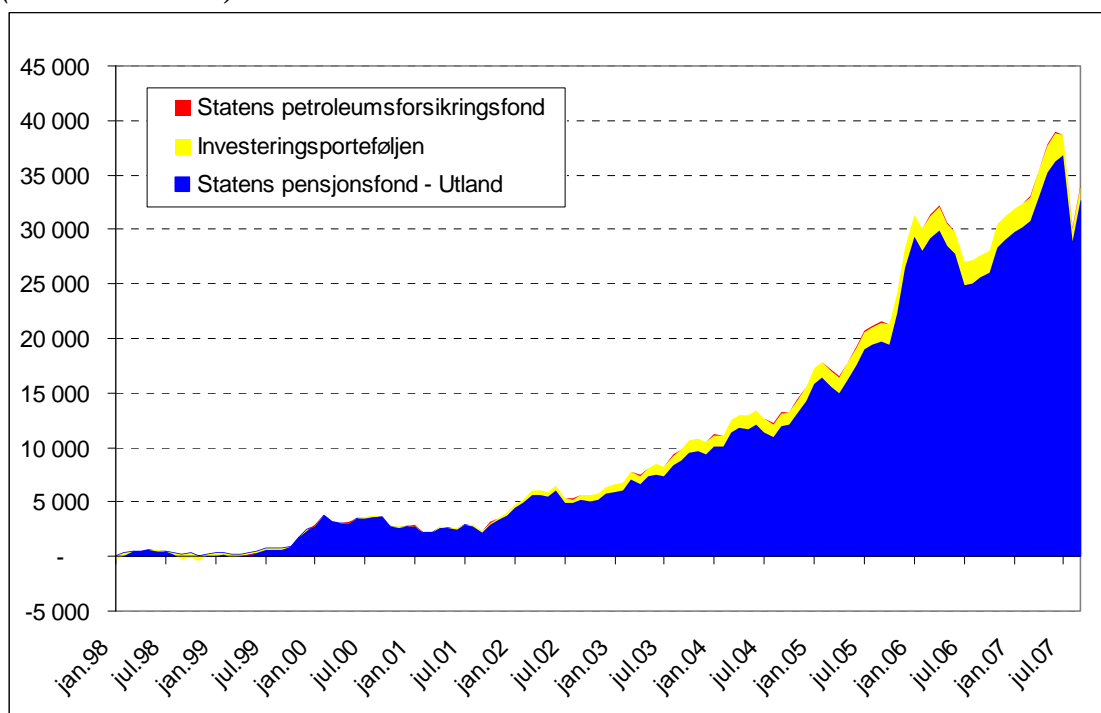
<sup>1</sup> Verdien av petrobufferporteføljen, som var om lag 2,9 milliardar kroner pr. 30.09.2007, er med i totaltalet.

### 1.3 Mindreavkastning 4,9 milliardar kroner i tredje kvartal

Forvaltninga i NBIM blir heile tida målt mot referanseporteføljor fastsette av oppdragsgivarane. Eit viktig mål for forvaltninga er over tid å oppnå noko høgare avkastning på dei faktiske porteføljane enn på referanseporteføljane. I tredje kvartal var det mindreavkastning i både Statens pensjonsfond – Utland og i investeringsporteføljen, mens det var meiravkastning i forvaltninga av Statens petroleumsforsikringsfond. Mindreavkastninga utgjorde 4,9 milliardar kroner i den samla forvaltninga. Til no i år er den samla meiravkastninga på 2,8 milliardar kroner. Om ein tek omsyn til særskilte transaksjonskostnader knytte til innfasing av nye midlar til Pensjonsfondet, og endring av referanseporteføljen for investeringsporteføljen, vil mindreavkastninga være anslagsvis 557 millionar kroner lågare.

Figur 1-4 viser akkumulert meiravkastning sidan etableringa av NBIM i januar 1998. Det samla tilskotet i perioden er 34,0 milliardar kroner. Dette fordeler seg med 32,7 milliardar i Statens pensjonsfond – Utland, 1,2 milliardar i investeringsporteføljen, og 0,1 milliard kroner i Statens petroleumsforsikringsfond.

**Figur 1-4: Akkumulert brutto meiravkastning frå 1. januar 1998 til 30. september 2007 (millionar kroner)**



Tabell 1-2 gir ei oversikt over avkastning og risiko sidan 1.1.1998 for dei porteføljane som NBIM forvaltar.

*Tabell 1-2: Avkastning og risiko pr. 30. september 2007 (prosent, annualisert)*

	Siste 12 månader	Siste 3 år	Siste 5 år	Sidan 1.1.1998
<b>Avkastning/meiravkastning<sup>2</sup></b>				
<b>Pensjonsfondet</b>	-3,61	4,70	7,44	4,96
<b>Referanseportefølje</b>	-4,00	4,16	6,92	4,50
<b>Meiravkastning</b>	0,38	0,54	0,51	0,46
<b>Investeringsporteføljen</b>	-4,47	3,36	5,72	4,68
<b>Referanseportefølje</b>	-4,15	3,32	5,56	4,54
<b>Meiravkastning</b>	-0,32	0,03	0,16	0,14
<b>Forsikringsfondet</b>	-7,67	-0,76	3,60	2,42
<b>Referanseportefølje</b>	-7,78	-0,86	3,47	2,34
<b>Meiravkastning</b>	0,11	0,10	0,12	0,08
<b>Standardavvik<sup>3</sup></b>				
<b>Pensjonsfondet</b>	6,22	7,34	8,45	8,35
<b>Investeringsporteføljen</b>	6,51	7,23	7,91	7,08
<b>Forsikringsfondet</b>	5,75	6,55	7,39	6,48
<b>Relativ volatilitet<sup>4</sup></b>				
<b>Pensjonsfondet</b>	0,51	0,43	0,36	0,40
<b>Investeringsporteføljen</b>	0,50	0,31	0,27	0,27
<b>Forsikringsfondet</b>	0,14	0,09	0,08	0,15
<b>Informasjonsrate (IR)<sup>5</sup></b>				
<b>Pensjonsfondet</b>	0,75	1,24	1,43	1,17
<b>Investeringsporteføljen</b>	-0,63	0,10	0,58	0,51
<b>Forsikringsfondet</b>	0,77	1,09	1,45	0,54

<sup>2</sup> Ved utrekning av avkastning på faktisk og referanseportefølje er det brukt månadlege avkastningstal som er kjeda saman ved bruk av geometrisk metode. Tala er i prosent og annualiserte. Meiravkastninga er rekna ut ved bruk av aritmetisk metode.

<sup>3</sup> Standardavviket er eit mål på svingingane i avkastninga/meiravkastninga i ein periode. Kvart månadlege avkastnings-/meiravkastningstal blir samanlikna med gjennomsnittet for perioden. Dess høgare standardavvik, dess større svingingar i forhold til gjennomsnittet og høgare risiko.

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

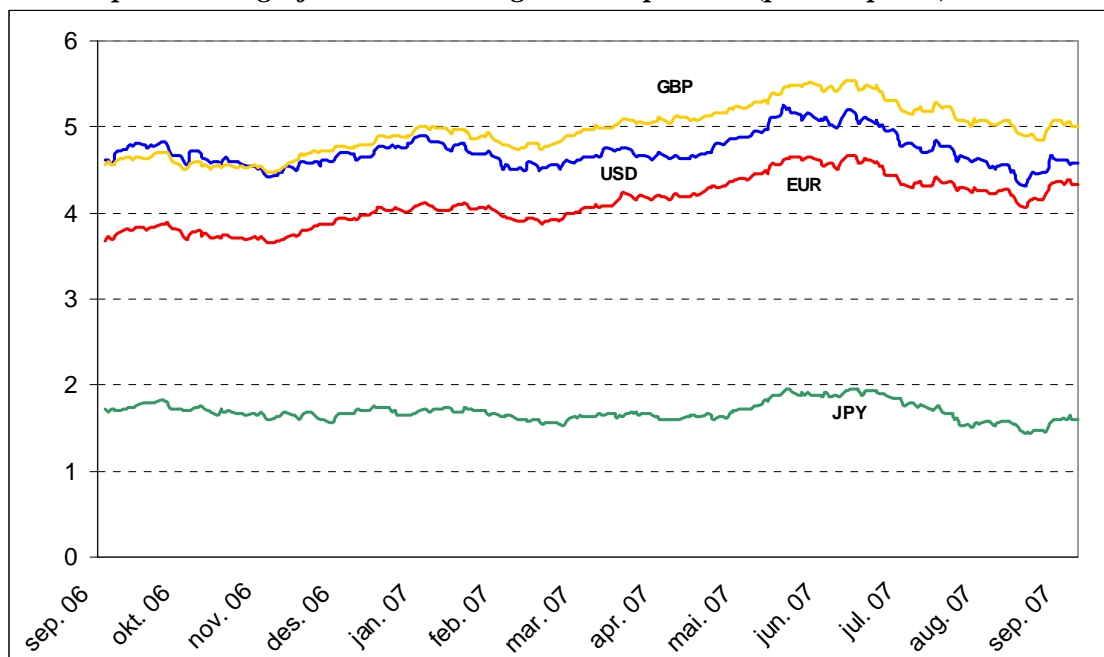
<sup>5</sup> IR er eit mål på risikojustert avkastning, og blir brukt for å måle kvalifikasjonar i kapitalforvaltning. IR blir rekna ut som forholdstalet mellom differanseavkastninga og den faktiske relative marknadsrisikoen som porteføljen har hatt. IR viser kor høg meiravkastning ein har fått att for kvar risikoeining.

## 2. Marknadsutviklinga

### Rentemarknadene

Det var nedgang i obligasjonsrentene i hovudmarknadene i tredje kvartal. Renta på statsobligasjonar med ti års løpetid fall med om lag 0,45 prosentpoeng i USA og i Storbritannia, og med om lag 0,25 prosentpoeng innanfor euroområdet og i Japan (figur 2-1). Sidan årsskiftet har det vore oppgang i dei lange rentene i Europa, mens det har vore ein svak rentenedgang i USA og i Japan.

**Figur 2-1: Utviklinga i dei viktigaste obligasjonsmarknadene siste 12 månader. Rentene på statsobligasjonar med om lag 10 års løpetid att (prosent pr. år)**



Veksten i verdsøkonomien er framleis sterk, sjølv om det i enkelte industrialiserte land er teikn til ei viss avmatning. Det er særleg sterk vekst i ei rekkje framveksande marknader, og store økonomiar som Kina, India og Russland hadde alle ei veksttakt på mellom 8 og 11 prosent.

Det er framleis høg økonomisk vekst i USA, sjølv om det er teikn til at høgare bensinprisar og framleis svak utvikling i bustadmarknaden er i ferd med å leggje ein dempar på det private forbruket. Ein svakare dollar har medverka til god utvikling i eksportindustrien, og investeringsaktiviteten er framleis høg.

Også innanfor euroområdet held oppgangskonjunkturen fram. Arbeidsmarknaden utviklar seg positivt, og arbeidsløysa innan euroområdet er fallande. Det er ikkje teikn til vesentleg press på lønningar eller prisar, og tillitsindikatorar viser optimisme blant både forbrukarar og i næringslivet. Veksten i det private forbruket har teke seg opp i andre og tredje kvartal, noko som tyder på at den tyske momshevinga ved årsskiftet berre hadde



ein mellombels dempande verknad. Den europeiske sentralbanken endra ikkje styringsrenta i tredje kvartal.

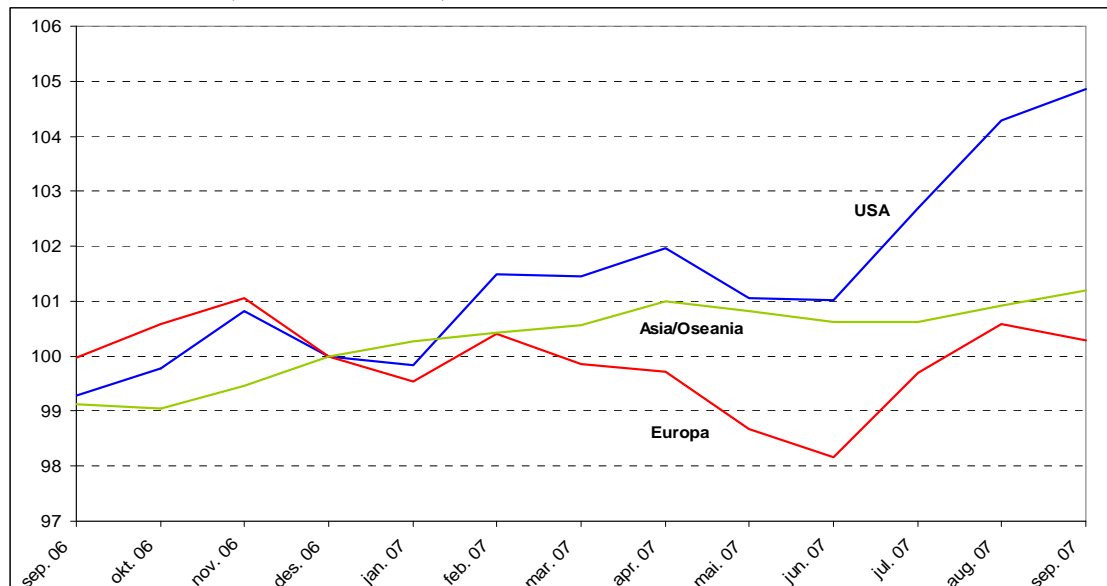
Oppgangen i britisk økonomi varer ved, trass i høgare rentenivå og sterkare valuta. Veksten er særleg driven av innanlandsk etterspørsel. I første rekkje har investeringane medverka til veksten, men også det private forbruket har teke seg opp. Den britiske sentralbanken heva styringsrenta frå 5,5 til 5,75 prosent i starten av juli.

Også i Japan er det god økonomisk vekst, sjølv om det har vore ei viss avmatning dei seinaste månadene. Arbeidsløysa er låg, lønnsauken er moderat, og inflasjonen er negativ. Den japanske sentralbanken har ikkje endra styringsrenta sidan februar 2007.

Kina og India er stadig viktigare for verdsøkonomien, med ein vekst på om lag 10 prosent. Det er særleg eksportsektoren og høg investeringsaktivitet som verkar til veksten i Kina. Aktivitetsnivået er høgare enn det styresmaktene meiner kan kombinerast med langsiktig stabil utvikling. Sentralbanken har derfor stramma til politikken gjennom auka primærreservekrav, rentehevingar og ei appresiering av valutakursen. I India er veksten driven av høg innanlandsk etterspørsel, med oppgang både i investeringane og i det private forbruket. Importen veks også sterkt og meir enn eksporten, og i motsetnad til Kina har India eit underskot på handels- og betalingsbalansen overfor utlandet.

Utviklinga dei siste 12 månadene i Lehman Global Aggregates statsobligasjonsindeksar i hovudmarknadene går fram av figur 2-3. I Europa var avkastninga i tredje kvartal 2007 2,2 prosent, i Asia 0,6 prosent og i USA 3,8 prosent.

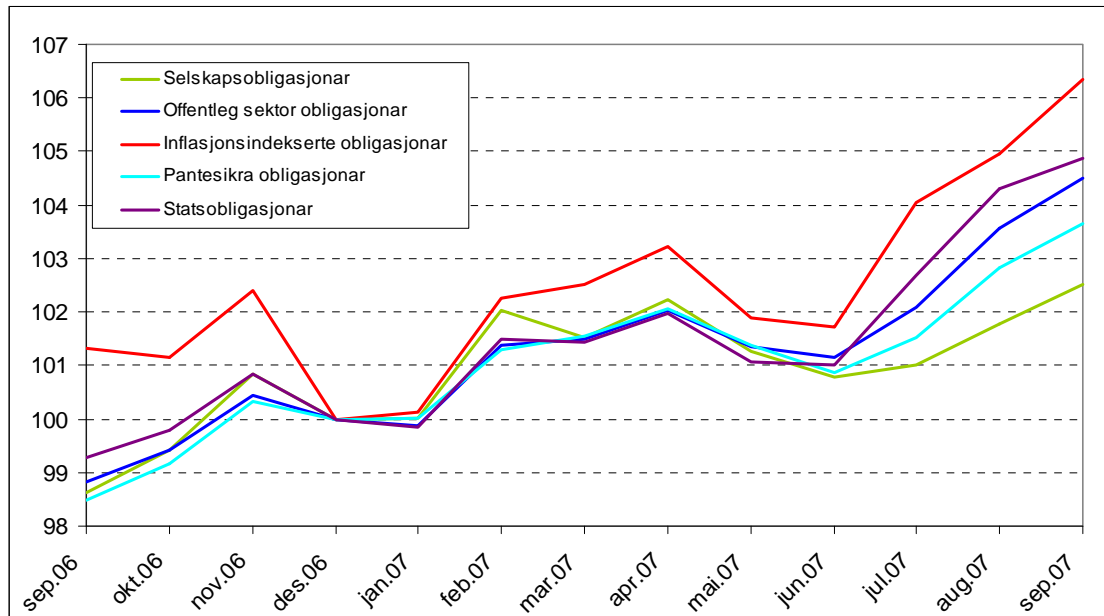
**Figur 2-2: Verdiutviklinga for Lehman Global Aggregates statsobligasjonsindeksar siste 12 månader (31.12.2006=100)**



Grunna uroa i kredittmarknadene var det stor skilnad i avkastninga på delindeksane i referanseporteføljen for USA. Avkastninga på indeksen for inflasjonsindekserte

obligasjonar hadde den høgaste avkastninga på 4,5 prosent, mens selskapsobligasjonar hadde lågast avkastning med 1,7 prosent. (figur 2-3). For pantesikra obligasjonar som i hovudsak er bustadlån, var avkastninga 2,7 prosent.

**Figur 2-3: Verdiutviklinga for Lehman Global Aggregates delindeksar for USA siste 12 månader (31.12.2006=100)**



Juli og august var prega av uro og prisfluktusjonar i finansmarknadene verda over. Marknadsuroa blei utløyst av aukande misleghald av bustadlån med låg trygd i USA. Den amerikanske marknaden for bustadlån har ein komplisert struktur med mange aktørar involvert. Uvisse med omsyn til omfanget og forgreiningane av desse tapa førte til sterk stiging av renteforskjellen mellom verdipapir med trygd i lån til kundar med låg kreditttiltru og amerikanske statsobligasjonar (figur 2-4). Investorane si flukt frå verdipapir med kredittisiko og inn i meir sikre investeringar som statsobligasjonar medverka til ein nedgang i dei lange rentene.

Uroa spreidde seg raskt til andre delar av finansmarknadene. Det var stor uvisse om kva for bankar og finansinstitusjonar som var utsette for tap i bustadlånsmarknaden, noko som førte til at bankane var tilbakehaldne med å låne pengar til kvarandre. Bankane ville halde på likviditeten, både for å ha tilgang til han sjølv dersom andre bankar skulle stengje linjene sine, men også for å unngå å sitje på krav på ein bank som kanskje kan gå konkurs.

Finansinstitusjonar med behov for kortsiktig finansiering fekk dermed likviditetsproblem, og sentralbankane i dei største økonomiane tilførte likviditet til finansmarknadene for å avhjelpe situasjonen på kort sikt. I midten av august seinka den amerikanske sentralbanken diskontorenta frå 6,25 til 5,75 prosent. Samtidig blei tilgangen til å låne til diskontorenta utvida frå éin dag til tretti dagar. Dermed viste den amerikanske sentralbanken at ein er klar til å hjelpe bankar som skulle hamne i ein kortsiktig

vanskeleg likviditetssituasjon. I midten av september reduserte den amerikanske sentralbanken signalrenta med 50 basispunkt til 4,75 prosent.

**Figur 2-4: Differansen mellom renta på kreditt<sup>6</sup>- og statspapir i USA (basispunkt)**



### Aksjemarknadene

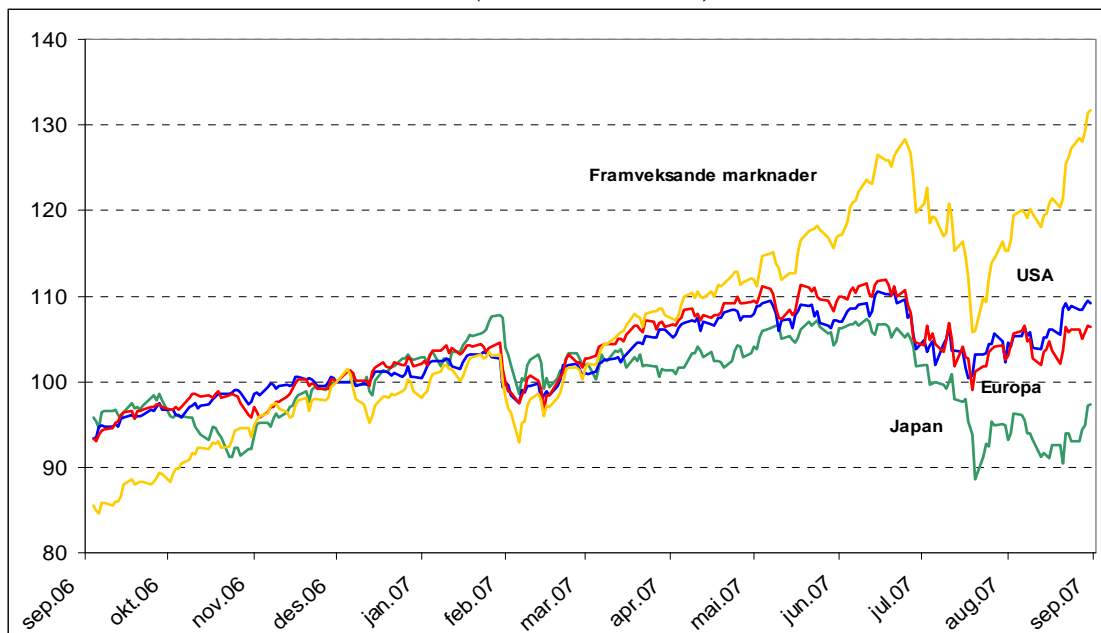
Kursane i dei internasjonale aksjemarknadene fluktuerte sterkt i tredje kvartal i hovudsak som følgje av uroa i kredittmarknadene. For kvartalet sett under eitt fall kursane i Japan og i Europa med høvesvis 8,3 og 3,2 prosent. I USA og i framveksande marknader steig kursane med høvesvis 2,0 og 12,5 prosent. Med unntak for Japan har alle hovudmarknadene hatt positiv avkastning i dei tre første kvartala av året. Særleg framveksande marknader har hatt ei sterk utvikling med ein oppgang på 32 prosent. (figur 2-5).

Utviklinga i dei internasjonale aksjemarknadene var sterkt påverka av uroa i kredittmarknadene. Globalt fall aksjekursane kraftig frå midten av juli til midten av august. Kursfallet blei utløyst av fallande bustadprisar og aukande problem med misleghald av bustadlån i USA. Også bankar og investorar utanfor USA var eksponerte mot desse låna, slik at marknadene globalt blei påverka raskt. Etter at sentralbankane i Europa, USA og etter kvart Storbritannia tilførte likviditet til banksystemet, blei aksjemarknadene stabiliserte og kursane steig mot slutten av kvartalet.

Tabell 2-1 viser kursutviklinga i hovudsektorane og i dei ti største undersektorane på FTSEs verdsindeks i tredje kvartal 2007. Det var ei blanda utvikling hovudsektorane imellom. Det var sterkast utvikling innanfor råvaresektoren, mens finansielle tenester og forbrukstenester hadde den svakaste utviklinga. Uroa i kredittmarknadene har ført til ei svak kursutvikling for bankaksjar både i Europa og USA.

<sup>6</sup> Selskapspapir med kredittrating AAA frå Standard & Poor's.

**Figur 2-5: Verdiutviklinga målt i lokal valuta i FTSE aksjeindeksar i hovudmarknadene siste 12 månader (31.12.2006 = 100)**



**Tabell 2-1: Avkastninga for FTSE verdsindeks i tredje kvartal 2007 fordelt på næringssektorar (målt i prosent)**

	USD	NOK	Valutakorg
<b>Olje og gass</b>	<b>7,54</b>	<b>-1,27</b>	<b>4,24</b>
- av dette utvinning og raffinering av olje og gass	6,60	-2,14	3,33
<b>Råvarer</b>	<b>15,67</b>	<b>6,19</b>	<b>12,11</b>
<b>Generell industri</b>	<b>3,95</b>	<b>-4,57</b>	<b>0,76</b>
<b>Forbruksvarer</b>	<b>4,30</b>	<b>-4,25</b>	<b>1,10</b>
<b>Helsetenester</b>	<b>1,66</b>	<b>-6,67</b>	<b>-1,46</b>
- av dette farmasi og bioteknologi	1,11	-7,18	-2,00
<b>Forbrukstenester</b>	<b>-1,87</b>	<b>-9,91</b>	<b>-4,88</b>
- av dette detaljhandel	-4,90	-12,70	-7,82
- av dette medium	-4,44	-12,28	-7,38
<b>Telekommunikasjon</b>	<b>8,08</b>	<b>-0,78</b>	<b>4,76</b>
- av dette "fast linje" telekommunikasjon	7,36	-1,44	4,06
<b>Energi og vassforsyning</b>	<b>3,97</b>	<b>-4,55</b>	<b>0,78</b>
<b>Finansielle tenester</b>	<b>-0,76</b>	<b>-8,90</b>	<b>-3,81</b>
- av dette bankar	-2,32	-10,33	-5,32
- av dette forsikring	0,04	-8,16	-3,03
- av dette andre finansielle tenester	-3,71	-11,60	-6,67
<b>Informasjonsteknologi</b>	<b>6,12</b>	<b>-2,58</b>	<b>2,86</b>
- av dette programvare og tenester	4,39	-4,16	1,18
- av dette maskinvare og IT-utstyr	7,02	-1,75	3,73
<b>Totalt<sup>7</sup></b>	<b>3,60</b>	<b>-4,90</b>	<b>0,41</b>

<sup>7</sup> Samansetninga av referanseporteføljen for Pensjonsfondet er forskjellig frå FTSEs verdsindeks, og avkastninga vil dermed vere forskjellig.

### 3. Statens Pensjonsfond - Utland

#### Hovudpunkt for tredje kvartal 2007:

- Marknadsverdi 1 932,3 milliardar kroner pr. 30. september
- Periodeavkastning målt i internasjonal valuta:
  - Fondet samla: 1,15 prosent
  - Aksjeforvaltninga: -0,30 prosent
  - Renteforvaltninga: 2,10 prosent
- Mindreavkastning 0,17 prosent
- Annualiserte forvaltningskostnader (eksklusive avkastningsavhengige honorar) 0,08 prosent av beløp under forvaltning
- Tilførsel 75,9 milliardar kroner

#### Marknadsverdien av fondet

Marknadsverdien av fondet var 1 932,3 milliardar kroner ved utgangen av tredje kvartal, noko som er ein nedgang med 7,2 milliardar i løpet av kvartalet. Det blei tilført nye midlar tilsvarande 75,9 milliardar kroner. Avkastninga av investeringane var 21,3 milliardar, mens ein sterkare kronekurs i forhold til investeringsvalutaene medverka til å redusere fondsverdien med 104,4 milliardar kroner. Endring i kronekursen verkar likevel ikkje inn på fondets internasjonale kjøpekraft.

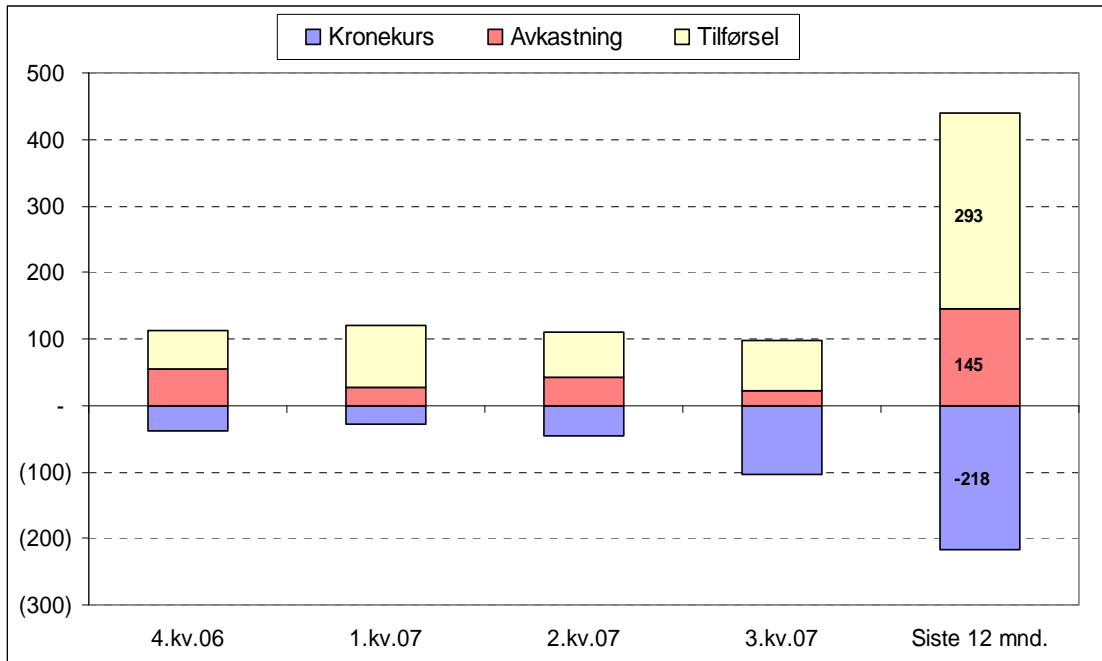
Tabell 3-1 viser marknadsverdien ved dei siste kvartalsskifta og endringa i marknadsverdi i tredje kvartal 2007 fordelt på tilførsel, avkastning i internasjonal valuta og endring i den internasjonale kroneverdien. For rekneskapsverdier viser vi til tabell 1 og 2 i vedlegg 1.1.

**Tabell 3-1: Utvikling i marknadsverdien av fondet dei siste 12 månadene (millionar kroner)**

	Aksjeforvaltninga	Renteforvaltninga	Totalt
30. sept. 2006	687 887	1 024 385	1 712 272
31. des 2006	725 922	1 057 761	1 783 683
31. mar 2007	752 636	1 123 561	1 876 197
<b>30. juni 2007</b>	<b>819 466</b>	<b>1 120 018</b>	<b>1 939 484</b>
Tilførsel	-	-	75 878
Avkastning	-	-	21 336
Endring i kroneverdi	-	-	- 104 419
<b>30. sept 2007</b>	<b>878 143</b>	<b>1 054 135</b>	<b>1 932 278</b>

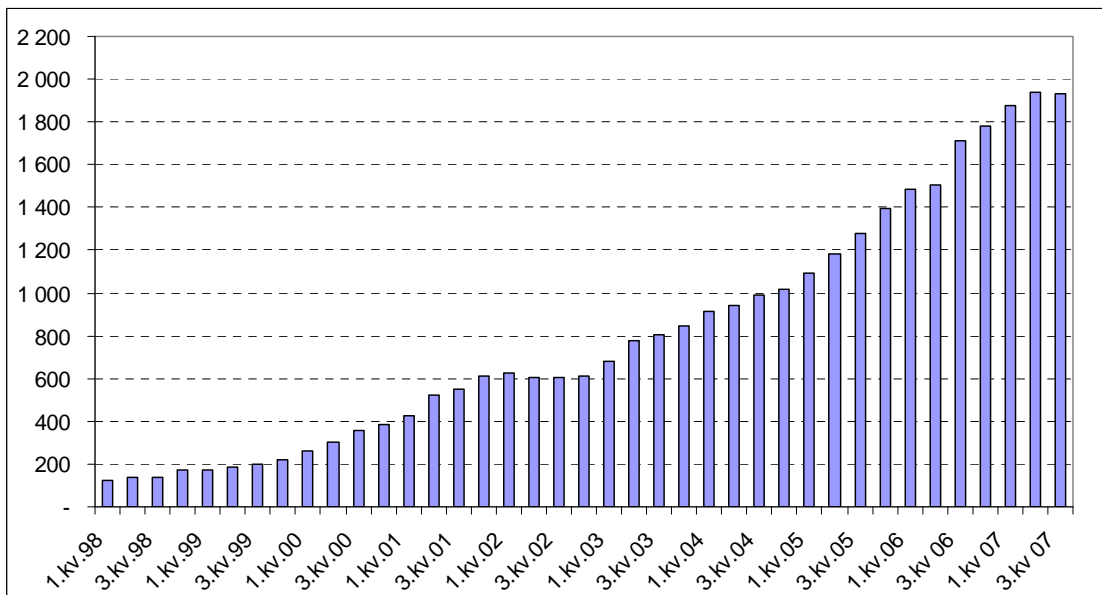
Dei siste 12 månadene har fondet auka med 220 milliardar kroner (jf. figur 3-1). Det er blitt tilført 293 milliardar kroner, avkastninga har vore 145 milliardar, mens ei sterkare krone i forhold til investeringsvalutaene har redusert verdien med 218 milliardar kroner. Figuren viser at ei sterkare krone har verka til å redusere fondsverdien i kvart av dei siste fire kvartala.

**Figur 3-1: Kvartalsvis Endring i marknadsværdien av fondet 3. kvartal 2006 - tredje kvartal 2007 (milliardar kroner)**



Fondet har auka med 1 819 milliardar kroner frå 1. januar 1998 (jf. figur 3-2). I løpet av desse åra er det tilført 1 571 milliardar kroner. Avkastninga målt i internasjonal valuta har auka værdien med 519 milliardar kroner, mens ei sterkare krone i forhold til investeringsvalutaene har redusert fondsverdien med 271 milliardar kroner.

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



### Fondsavkastninga

I tredje kvartal 2007 var periodeavkastninga i fondet 1,15 prosent målt i den valutakorga som tilsvarear samansetninga av referanseporteføljen. Avkastninga var positiv i august og september, mens ho var negativ i juli etter eit kraftig kursfall i aksjemarknadene. For kvartalet sett under eitt var avkastninga i aksjeforvaltninga negativ med 0,30 prosent. Renteforvaltninga hadde ei positiv avkastning med 2,10 prosent.

**Tabell 3-2: Fondsavkastninga tredje kvartal 2007 (prosent)**

	Avkastninga målt i valutakorga til referanseporteføljen		Avkastninga målt i norske kroner		
	Faktisk portefølje	Referanseportefølje	Faktisk portefølje	Referanseportefølje	Meiravkastning
<b>Første kvartal</b>	<b>1,48</b>	<b>1,39</b>	<b>-0,05</b>	<b>-0,15</b>	<b>0,09</b>
<b>Andre kvartal</b>	<b>2,23</b>	<b>1,94</b>	<b>-0,19</b>	<b>-0,48</b>	<b>0,29</b>
Juli	-0,52	-0,55	-0,94	-0,97	0,03
August	0,12	0,52	-0,11	0,30	-0,40
September	1,56	1,36	-3,18	-3,37	0,19
<b>Tredje kvartal</b>	<b>1,15</b>	<b>1,33</b>	<b>-4,20</b>	<b>-4,03</b>	<b>-0,17</b>
Til no i år	4,94	4,72	-4,43	-4,63	0,19

Målt i norske kroner var totalavkastninga i tredje kvartal -4,20 prosent. Forskjellen kjem av at krona i løpet av kvartalet i gjennomsnitt blei om lag 5,3 prosent sterkare i forhold til valutaene i referanseporteføljen. Det var særleg i september at krona appresierte i forhold til investeringsvalutaene, og det var særleg den amerikanske dollaren som fall i verdi. Tabell 3-2 viser månadleg avkastning målt i valutakorga til referanseporteføljen og i norske kroner, og tabell 3-3 viser avkastninga i tredje kvartal målt mot ulike valutaer.

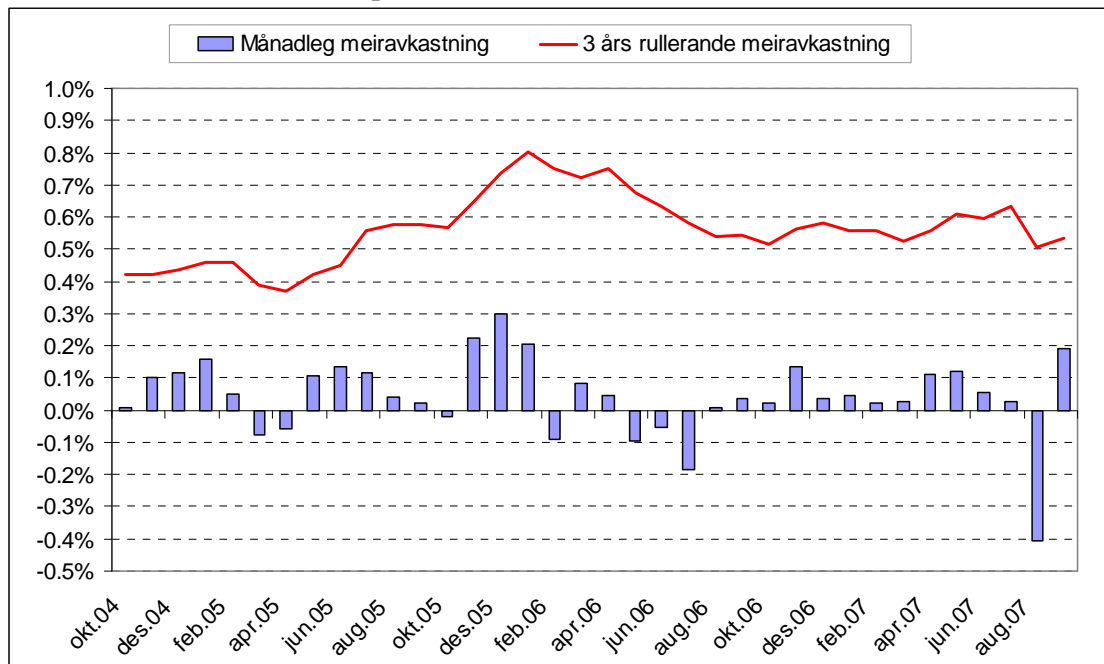
**Tabell 3-3: Avkastninga tredje kvartal 2007 målt i ulike valutaer (prosent)**

	Aksjar	Renter	Total
Fondets valutakorg	-0,30	2,10	1,15
Importvekta valutakorg	-1,71	0,66	-0,29
Amerikanske dollar	2,86	5,34	4,35
Euro	-2,32	0,04	-0,90
Norske kroner	-5,57	-3,29	-4,20

Avkastninga som Noregs Bank oppnår på faktisk portefølje, blir målt i forhold til avkastninga på referanseporteføljen som Finansdepartementet har fastsett. Forskjellen mellom avkastningstala gir den brutto meiravkastninga som Noregs Bank har medverka til. Avkastninga av fondet var i tredje kvartal 0,17 prosentpoeng lågare enn avkastninga på referanseporteføljen. I beløp utgjorde mindreamkastninga om lag 3,6 milliardar kroner, men ho er noko lågare om ein tek omsyn til dei ekstra kostnadene knytt til innfasing av nye midlar som Noregs Bank har hatt (sjå under). Det var negativt bidrag frå renteforvaltninga, mens både intern og ekstern aksjeforvaltning bidrog positivt.

Dei siste 12 månadene har akkumulert meiravkastning vore 0,38 prosentpoeng. Dei siste tre åra til utgangen av tredje kvartal 2007 er årleg annualisert meiravkastning 0,54 prosentpoeng (jf. figur 3-3).

**Figur 3-3: Månadleg (høgre akse) og annualisert akkumulert meiravkastning (venstre akse) dei siste 36 månadene (prosent)**



Tabell 3-4 viser tre års annualisert meiravkastning fordelt på aktivaklasse og ekstern/intern forvaltning. Aksjeforvaltninga samla har stått for om lag 85 prosent av meiravkastninga. Den interne aksje- og renteforvaltninga har stått for klart meir enn den eksterne forvaltninga.

**Tabell 3-4: Annualisert tilskot til brutto meiravkastning 4. kvartal 2004 til 3. kvartal 2007 (prosentpoeng)**

	Ekstern forvaltning	Intern forvaltning	Totalt	Meiravkastning innan kvar aktivaklasse
Aksjeforvaltninga	0,17	0,29	0,46	1,17
Renteforvaltninga	0,02	0,06	0,08	0,11
<b>Samla</b>	<b>0,19</b>	<b>0,35</b>	<b>0,54</b>	

Tabell 3-5 viser informasjonsraten fordelt på aktivaklasse og ekstern/intern forvaltning i same periode. Det er vesentleg høgare informasjonsrate i den interne forvaltninga enn i den eksterne forvaltninga. Informasjonsraten er høgare innanfor aksjeforvaltninga enn renteforvaltninga.

**Tabell 3-5: Informasjonsraten dei siste tre åra. 4. kvartal 2004 til 3. kvartal 2007.**

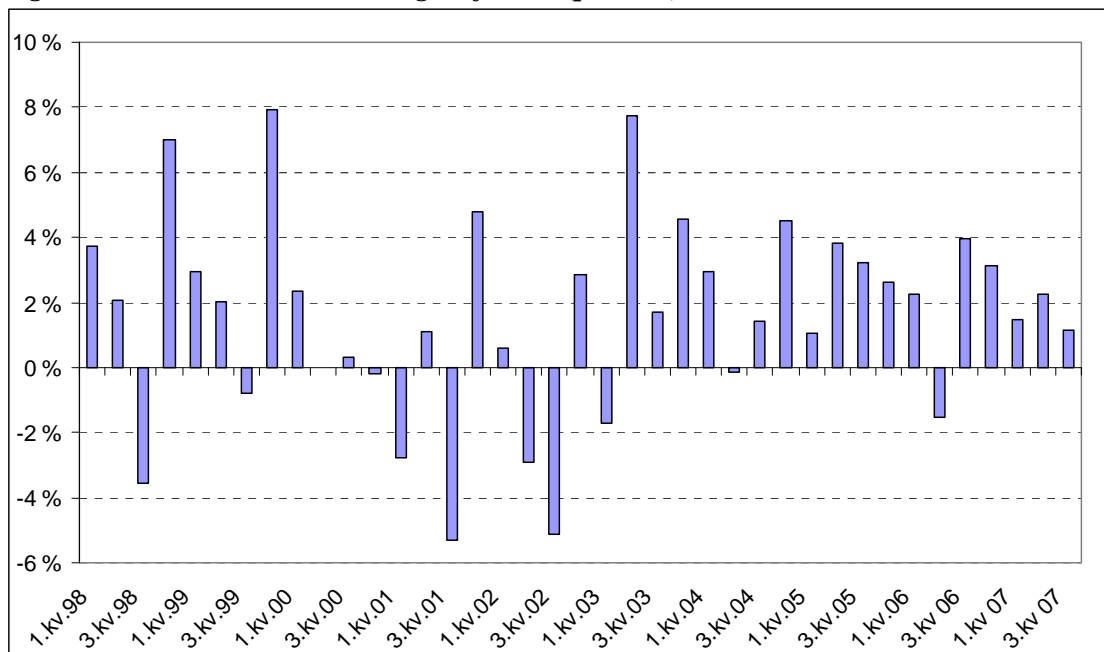
	Ekstern forvaltning	Intern forvaltning	Totalt
Aksjeforvaltninga	0,58	1,47	1,27
Renteforvaltninga	0,40	0,42	0,44
<b>Samla</b>	<b>0,62</b>	<b>1,11</b>	<b>1,24</b>



Det kjem til transaksjonskostnader knytte til innfasing av nye midlar til Pensjonsfondet. Noregs Bank har estimert dei direkte og indirekte transaksjonskostnadene knytte til innfasinga til 425,6 millionar kroner i tredje kvartal 2007. Dette utgjorde 0,56 prosent av det totale overføringsbeløpet på 75,9 milliardar kroner og 0,02 prosent av marknadsværdien til fondet ved inngangen til kvartalet. Referanseporteføljen er ikkje justert for desse påførte transaksjonskostnadene. Dermed er den målte meiravkastninga lågare enn ho ville ha vore utan kostnadene knytte til innfasinga av nye midlar. Vi viser til vedlegg 3 for ein omtale av metodegrunnlaget for utrekningane, og til eigen temaartikkel i årsrapporten for 2004 for ei drøfting av innfasingskostnadene i fondet.

Sidan fondet for første gong blei investert i aksjar i 1998 har den gjennomsnittlege kvartalsavkastninga målt i valuta vore 1,57 prosent. Det har vore positiv avkastning i 28 av 39 kvartal. Figur 3-4 viser avkastninga kvart kvartal målt i valutakorga for referanseporteføljen.

**Figur 3-4: Kvartalsvis avkastning av fondet (prosent)**



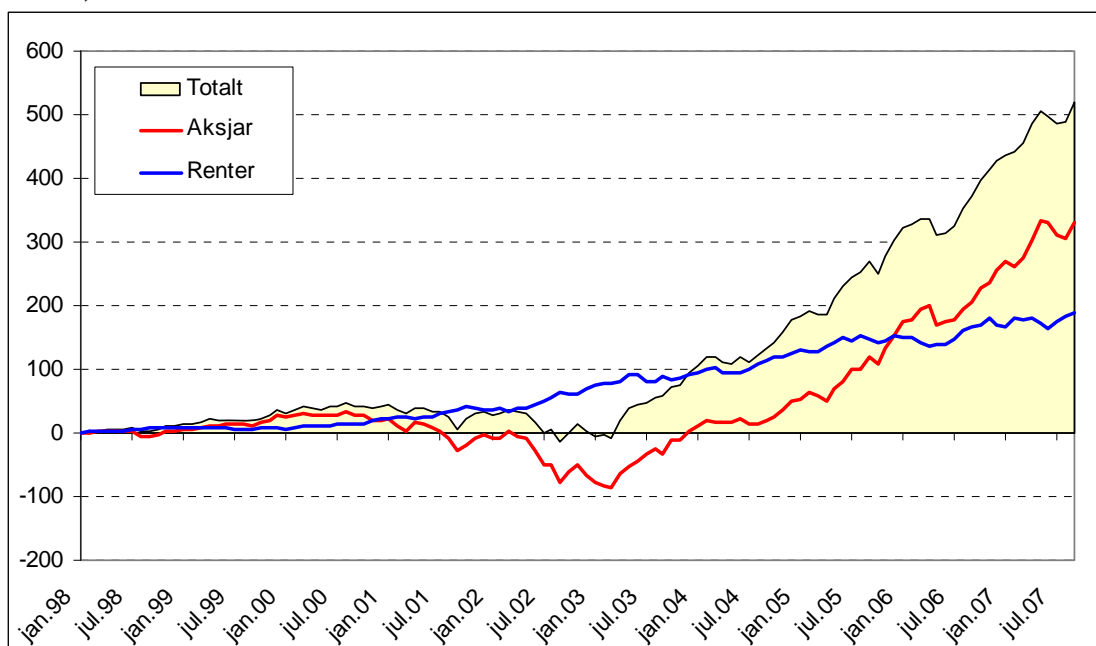
Sidan 1997 har fondet hatt ei annualisert årleg brutto avkastning på 6,5 prosent. Etter frådrag for forvaltningskostnader og prisstiging, er årleg netto realavkastning 4,6 prosent. Tabell 3-6 viser avkastninga fram til utgangen av tredje kvartal 2007, rekna som årsrate frå 1. januar i kvart av åra 1997-2007. Høgre kolonne i tabellen viser at brutto meiravkastning i gjennomsnitt har vore 0,45 prosentpoeng pr. år rekna frå 1. januar 1997.

**Tabell 3-6: Årlege avkastningsratar for fondet fram til utgangen av tredje kvartal 2007 (målt i valutakorga for referanseporteføljen, prosent pr. år)**

	Brutto årleg avkastning	Årleg prisvekst <sup>8</sup>	Årlege forv. kostnader	Årleg netto realavkastning	Årleg brutto meiravkastning
Frå 01.01.97	6,50	1,78	0,09	4,55	0,45
Frå 01.01.98	6,24	1,78	0,09	4,29	0,47
Frå 01.01.99	5,90	1,88	0,09	3,85	0,50
Frå 01.01.00	5,09	1,96	0,10	2,97	0,41
Frå 01.01.01	5,48	1,95	0,10	3,36	0,43
Frå 01.01.02	6,93	2,09	0,10	4,64	0,49
Frå 01.01.03	9,56	2,13	0,10	7,18	0,53
Frå 01.01.04	8,77	2,28	0,10	6,25	0,53
Frå 01.01.05	8,72	2,24	0,10	6,23	0,52
Frå 01.01.06	7,38	2,19	0,10	4,98	0,21

Den akkumulerte fondsavkastninga målt i valuta i perioden 1. januar 1998 til utgangen av tredje kvartal 2007 var 518 milliardar kroner. Det er vist ved det gule feltet i figur 3-5. 330 milliardar eller 64 prosent av den akkumulerte avkastninga kjem frå aksjeplasseringane som har stått for rundt 40 prosent av porteføljen.

**Figur 3-5: Akkumulert marknadsavkastning av Pensjonsfondet 1998-2007 (milliardar kroner)**



Den raude linja i figuren viser utviklinga i akkumulert avkastning av aksjeinvesteringane. I perioden august 2001 til november 2003 var det negativ akkumulert avkastning av

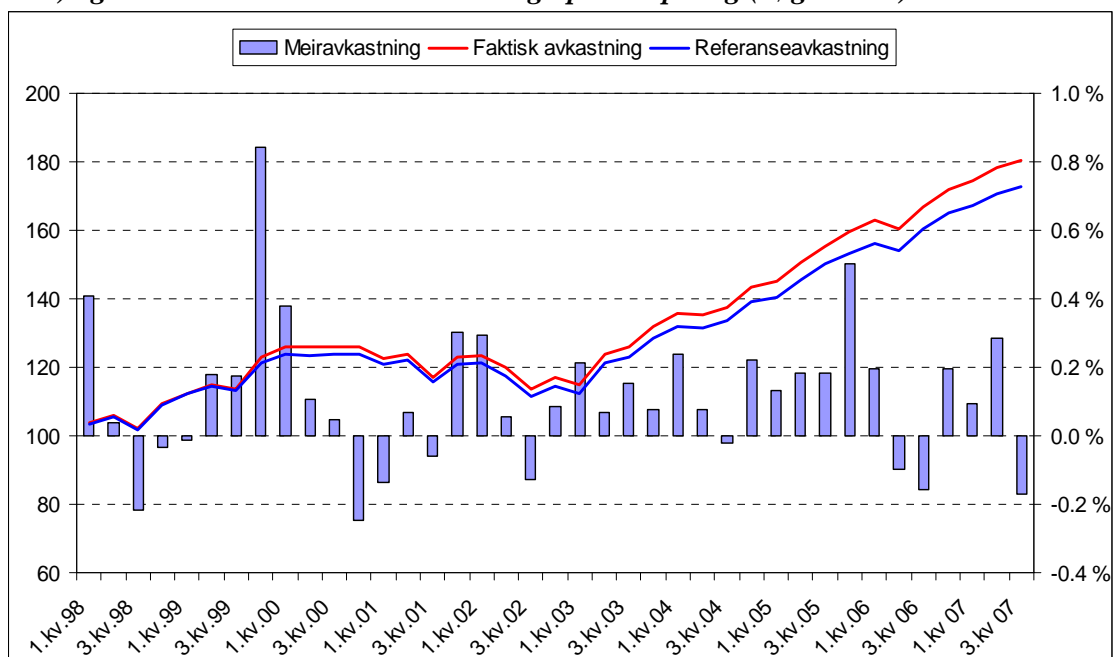
<sup>8</sup> Prisveksten er eit vektet gjennomsnitt av konsumprisveksten i dei landa som er med i referanseporteføljen

aksjeplasseringane, og det er den sterke kursutviklinga i aksjemarknadene dei siste fire åra som har medverka til avkastninga. Den gjennomsnittlege kjøpskursen på aksjeinvesteringane var 29,9 prosent lågare enn marknadsverdien ved utgangen av tredje kvartal.

Den blå linja i figuren viser at avkastninga på renteinvesteringane har hatt ei langt meir stabil utvikling. Akkumulert avkastning av renteinvesteringane var 188 milliardar kroner ved utgangen av kvartalet. Den gjennomsnittlege kjøpskursen på obligasjonsbeholdninga var 12,2 prosent lågare enn marknadsverdien ved utgangen av tredje kvartal.

Sidan 1998 har akkumulert avkastning på referanseporteføljen vore 72,9 prosent mens den faktiske avkastninga har vore 80,5 prosent (jf. figur 3-6). Akkumulert brutto meiravkastning målt i valutakorga har vore til saman 7,6 prosentpoeng, som i beløp tilsvarer 32,7 milliardar kroner.

**Figur 3-6: Indeks for akkumulert faktisk avkastning og referanseavkastning (venstre akse) og kvartalsvis brutto meiravkastning i prosentpoeng (høgre akse)**



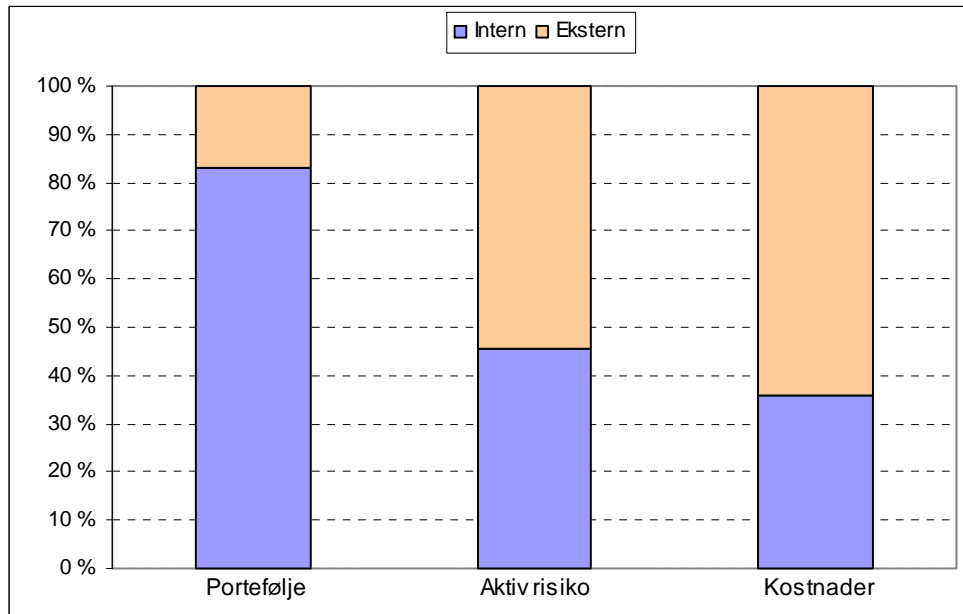
### Intern og ekstern forvaltning

Ved utgangen av tredje kvartal blei 17 prosent av fondet forvalta av eksterne forvaltarar. Samtidig utgjorde kostnadene ved ekstern forvaltning 64 prosent av dei samla forvaltningskostnadene. Den eksterne forvaltninga stod for om lag 54 prosent av den samla risikoen knytt til aktiv forvaltning (figur 3-7).

Den eksterne forvaltninga er i all hovudsak aktiv, mens ein større del av den interne forvaltninga er knytt til utvida indeksering. Aktiv forvaltning er klart dyrare enn indeksforvaltning, og det forklarar i nokon grad at einingskostnadene i den eksterne forvaltninga er langt høgare enn i den interne. Forvaltningskostnadene for ekstern og

intern forvaltning i dei tre første kvartala i 2007 var høvesvis 0,24 og 0,05 prosent av forvalta beløp. Eksterne forvaltarar med spesialistkompetanse blir brukt for å oppnå tilstrekkeleg breidd og omfang i den aktive forvaltninga.

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



#### Aksje- og renteforvaltninga

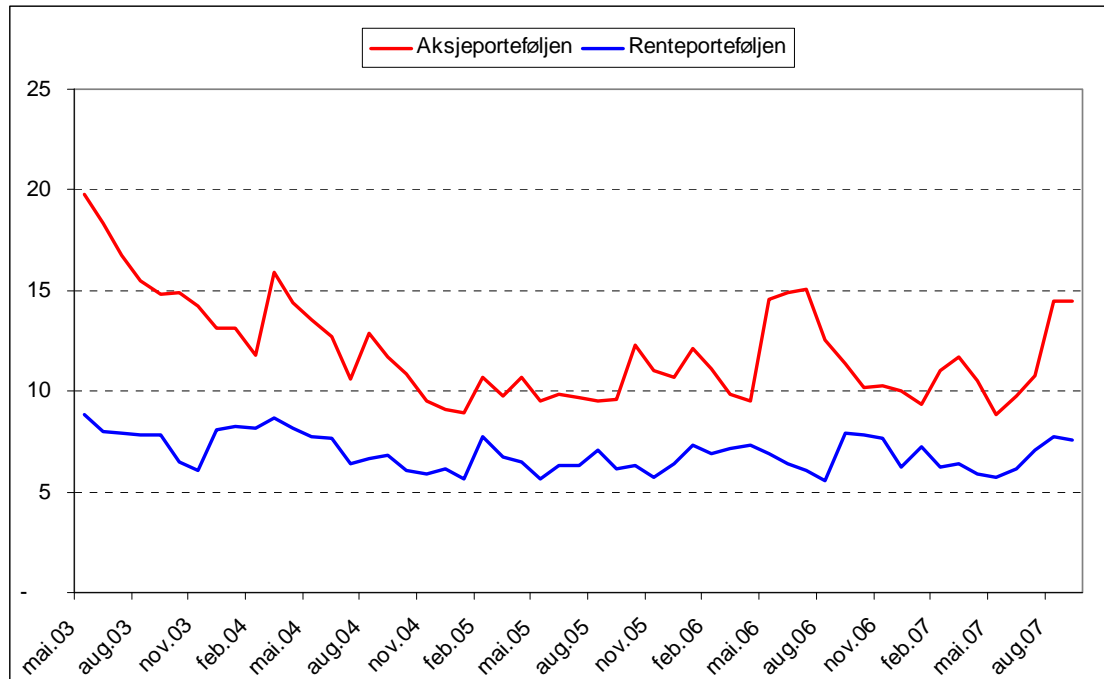
Marknadsverdien av aksjeporteføljen auka med 58,7 milliardar kroner, mens verdien av renteporteføljen fall med 65,9 milliardar kroner i tredje kvartal. Marknadsverdien var høvesvis 878,1 og 1 054,2 milliardar kroner. Ved utgangen av kvartalet var om lag 89 prosent av renteporteføljen og 75 prosent av aksjeporteføljen internt forvalta i Noregs Bank.

#### Marknadsrisiko

Svingingane i dei internasjonale aksje- og rentemarknadene medfører endringar i marknadsverdien av fondet. Fondets forventa volatilitet er eit statistisk mål, som gir eit overslag på "normale" variasjonar i marknadsverdien til fondet over det neste året. Som illustrert i figur 3-8, har den absolutte volatiliteten i aksjeforvaltninga dei siste fire åra fluktuert mellom 8 og 16 prosent. I renteforvaltninga har den absolutte volatiliteten vore langt meir stabil, noko som reflekterer at kursane i rentemarknadene vanlegvis varierer langt mindre enn aksjekursane.

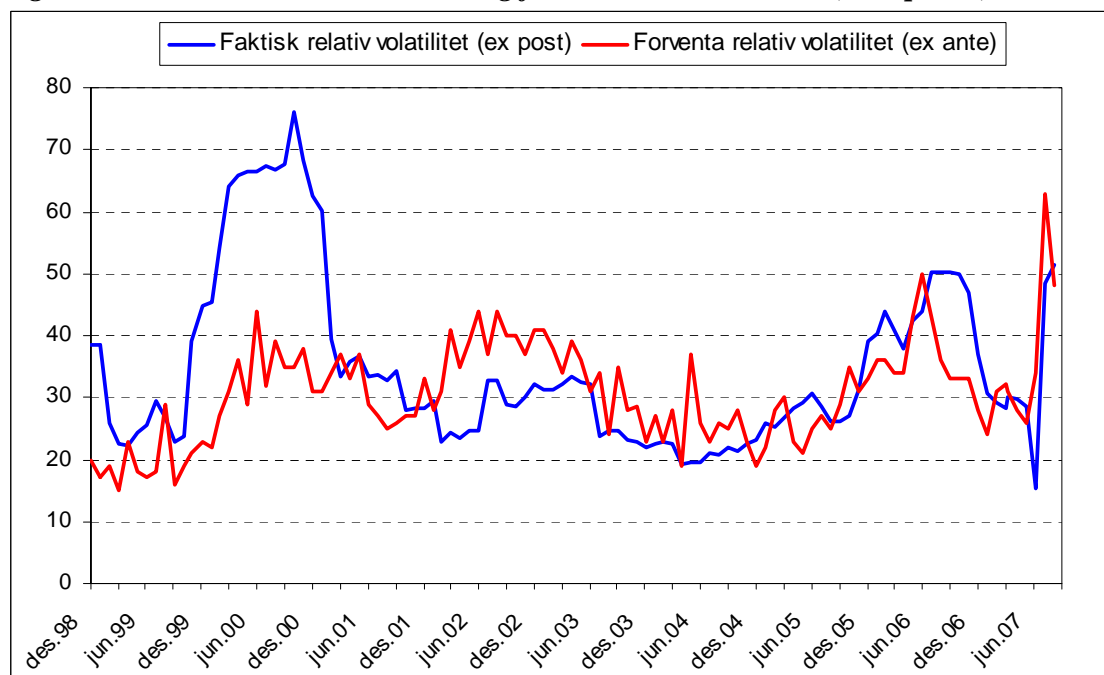
<sup>9</sup> Det finst ingen absolutt korrekt måte å rekne ut fordelinga av aktiv risiko på. Fordelinga i figuren byggjer på ei summering av risikoen (VaR) i interne og eksterne mandat, utan omsyn til korrelasjon mellom dei ulike mandata.

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



I styringa av forvaltninga har Finansdepartementet sett ei avgrensing på kor forskjellig samansetninga av fondet kan vere frå referanseporteføljen. Dette er gjort ved å setje ei grense for forventa avvik i avkastninga mellom den faktiske porteføljen og referanseporteføljen. Denne grensa for relativ marknadsrisiko i forvaltninga er definert som 1,5 prosentpoeng forventa relativ volatilitet. (jf. vedlegg 4).

**Figur 3-9: Forventa relativ volatilitet og faktisk relativ volatilitet (basispunkt)**

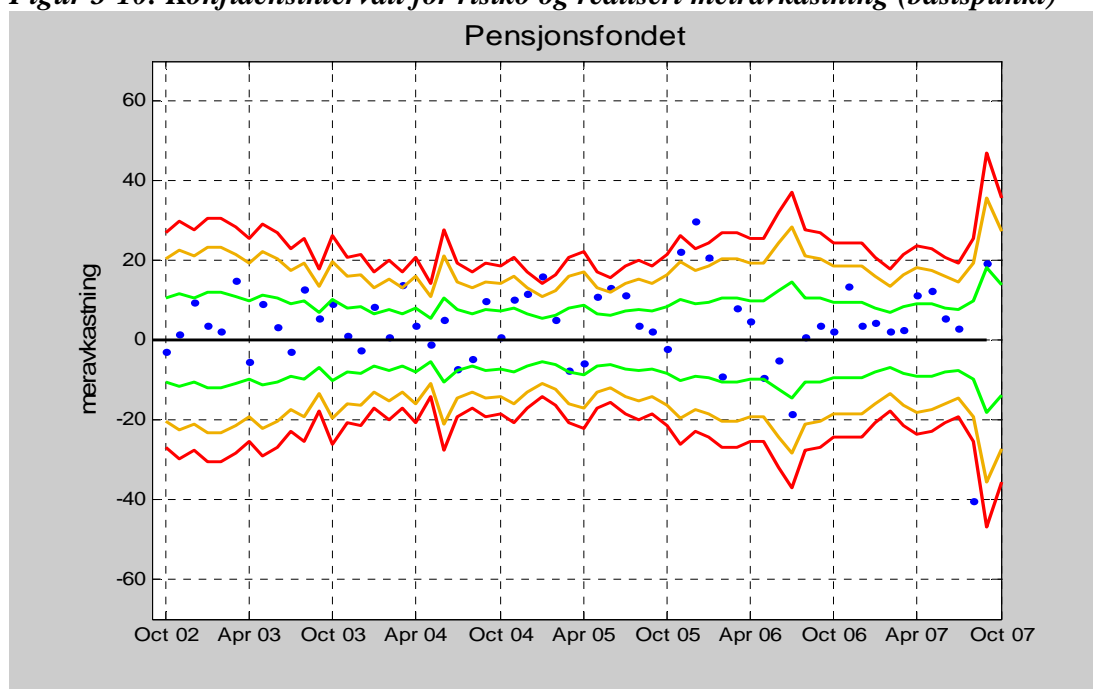


Forventa volatilitet kan svinge mykje også ved uendra grad av aktiv forvaltning. Dette kjem av at måla blir påverka av ulike trekk i marknadsutviklinga, som for eksempel endringar i volatiliteten i marknadene og i korrelasjonar mellom dei ulike aktivklassane og verdipapir.

Den raude linja i figur 3-9 viser utviklinga i forventa relativ volatilitet frå desember 1998. Figuren viser at det har vore ein sterk auke i forventa relativ volatilitet i tredje kvartal. Auke i absolutt marknadsrisiko er ein del av grunnen til dette. Forventa relativ volatilitet var 48 basispunkt ved utgangen av kvartalet. I ettertid kan vi bruke variasjonen i avviket mellom avkastninga av den faktiske porteføljen og av referanseporteføljen (dvs. variasjonen i meiravkastninga) som eit mål for kva den relative marknadsrisikoen faktisk har vore (den blå linja i figuren). Denne volatiliteten er rekna ut som årsrate frå 12 månaders rullerande vindauge.

Noregs Bank testar om faktisk meiravkastning i fondet varierer i tråd med kva ein skulle forvente ut frå den risikomodellen som blir brukt. Dette er illustrert i figur 3-10.

**Figur 3-10: Konfidensintervall for risiko og realisert meiravkastning (basispunkt)**



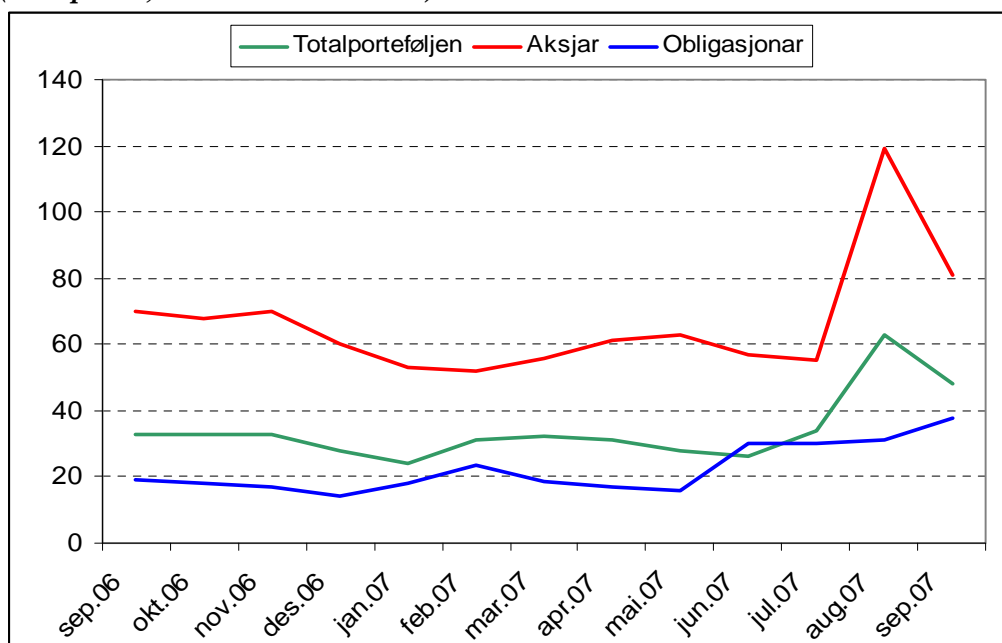
Figuren viser realisert månedleg meiravkastning frå oktober 2002 (punkt) og konfidensintervall målt ved standardavvik.

Modellen tilseier at i om lag 67 prosent av tilfella skal den faktiske avkastninga ligge innanfor intervallet danna av dei grønne linjene. Tilsvarende for dei oransje og raude intervalla er høvesvis 95 og 99 prosent. Risikomodelen byggjer på normalfordeling,

noko som ofte ikkje er tilfelle for avkastninga i kapitalmarknadene. Det er av den grunn ikkje uventa at talet på observasjonar utanfor intervalla er noko høgare enn det ein skulle forvente ut frå modellen. Figuren indikerer at faktisk avkastning er i tråd med det ein skal forvente ut frå den risikomodellen som blir brukt, og analysar av lengre tidsseriar gir tilsvarende resultat.

Figur 3-11 viser utviklinga i forventa relativ volatilitet i aksje- og renteforvaltninga dei siste 12 månadene. Den relative risikoen er høgare i aksjeforvaltninga enn i renteforvaltninga.

**Figur 3-11: Forventa relativ volatilitet ved kvar månadslutt siste 12 månader (basispunkt, målt i norske kroner)**



### Informasjonsrate

Informasjonsraten er eit mål på kompetanse i aktiv forvaltning. Denne raten er forholdstalet mellom brutto meiravkastning pr. år og relativ marknadsrisiko (her målt som faktisk standardavvik for brutto meiravkastning). Som gjennomsnitt frå første kvartal 1998 til og med tredje kvartal 2007 har informasjonsraten for fondet vore på 1,17 målt som årsrate. Tabell 3-7 gir ei historisk oversikt over informasjonsraten for fondet samla og for kvar aktivaklasse.

**Tabell 3-7: Informasjonsratar**

Periode	Fondet	Aksjar	Renter
Siste 12 månader	0,75	1,92	-0,61
Sidan 2002	1,32	1,05	1,14
Sidan 1999	1,23	1,09	0,97

### Å overhalde retningslinjer for forvaltninga

Finansdepartementet har gjennom forskrift og utfyllende retningslinjer for fondet fastsett grenser for risiko og eksponering. Disse grensene og den faktiske tilpassinga i porteføljen går fram av tabell 3-8. Det var i løpet av kvartalet ingen vesentlege brot på investeringsretningslinjene. Det blei avdekt eit mindre brot. I samband med utlån av verdipapir hadde Noregs Bank teke mot obligasjonar utferda av ein norsk bank som trygd. Posisjonen blei avvikla utan tap.

**Tabell 3-8: Grenser for risiko og eksponering i forskrifta og retningslinjene**

	Risiko	Grenser	Faktisk				
			30.09.06	31.12.06	31.03.07	30.06.07	30.09.07
§ 5	Marknadsrisiko	Maksimalt 1,5 prosentpoeng relativ volatilitet	0,33	0,28	0,32	0,26	0,48
§ 4	Aktivafordeling <sup>10</sup>	Renteberande instrument 30-70%	59,8	59,3	59,9	57,7	54,6
		Eigenkapitalinstrument 30-70%	40,2	40,7	40,1	42,3	45,4
§ 4	Marknadsfordeling aksjar	Europa 40-60%	49,1	50,1	49,7	49,7	50,1
		Amerika og Afrika 25-45%	35,5	34,4	35,0	35,1	34,4
		Asia og Oseania 5-25%	15,4	15,5	15,3	15,2	15,5
	Valutafordeling renter	Europa 50-70%	59,8	60,4	59,7	60,0	59,8
		Amerika og Afrika 25-45%	34,7	34,3	35,0	34,6	34,7
		Asia og Oseania 0-15%	5,5	5,3	5,3	5,4	5,5
§ 6	Eigardel	Maks 5% av eit selskap	4,50	4,50	4,50	4,99	5,00

Tabell 3-9 viser samansetninga av rentepapirporteføljen (renteporteføljen eksklusive pengemarknads plasseringar) basert på kredittvurderingane til Moody's og Standard & Poor's (S&P). I tabellen er statspapir og statsgaranterte rentepapir utan kredittvurdering gitt kredittvurderinga frå utferdarlandet. Renteporteføljen er sett saman av lange rentepapir og av renteberande instrument med kortare løpetid.

**Tabell 3-9: Porteføljen av renteberande verdipapir pr. 30. september 2007 fordelt etter kredittvurdering (prosent av marknadsværdi)**

Moody's		Standard & Poor's	
Karakter	Prosent av total	Karakter	Prosent av total
Aaa	51,66	AAA	46,75
Aa	19,90	AA	15,91
A	14,37	A	16,68
Baa	7,09	BBB	8,27
Ba	0,67	BB	0,78
Lågare	0,31	Lågare	0,29
Inga vurdering	6,00	Inga vurdering	11,32

<sup>10</sup> Finansdepartementet har endra aktivaklassefordelinga, jf. omtale i. Stortingsmelding nr. 24 (2006-2007). Sjå vedlegg 2.



### Kostnader

Forvaltningsavtalen mellom Finansdepartementet og Noregs Bank fastset prinsippa for den godtgjeringa Noregs Bank skal ta mot for forvaltninga av Statens pensjonsfond – Utland. For 2007 skal godtgjeringa dekkje dei faktiske kostnadene banken har, føresett at desse kostnadene er lågare enn eit tak på 0,10 prosent av den gjennomsnittlege marknadsverdien av fondet. I tillegg blir honorar til eksterne forvaltarar dekte som følgje av oppnådd meiravkastning. Avtalar om avkastningsavhengige honorar er inngått med dei fleste eksterne aktive forvaltarar, etter prinsipp som er godkjende av Finansdepartementet.

Noregs Bank Investment Management (NBIM) forvaltar forutan Pensjonsfondet også Statens petroleumsforsikringsfond og den største delen av valutaresservane i Noregs Bank. Honorar til eksterne forvaltarar og eksterne oppgjers- og depotinstitusjonar blir fakturerte separat for kvart av fonda. Dei andre driftskostnadene er felles for alle dei fonda som blir forvalta av Noregs Bank Investment Management (NBIM). Felleskostnadene blir fordelte på dei tre fonda ved hjelp av ein fordelingsnøkkel. Felleskostnadene omfattar også kostnader for støttefunksjonar utførte av andre delar av Noregs Bank. Omfanget av den siste typen kostnader er rekna ut etter dei retningslinjene som gjeld for forretningsdrift i Noregs Bank.

Kostnadene i forvaltninga i dei tre første kvartala i 2007 utgjorde 0,09 prosent i årsrate av gjennomsnittleg marknadsverdi av fondet (jf. tabell 3-10). Sett bort frå avkastningsavhengige honorar til eksterne forvaltarar utgjorde kostnadene 0,08 prosent av marknadsverdien.

**Tabell 3-10: Forvaltningskostnader i dei tre første kvartala i 2007 (i tusen kroner og i prosent av gjennomsnittleg portefølje)**

	2007		2006	
	1000 kroner	Prosent	1000 kroner	Prosent
Interne kostnader i aksjeforvaltninga	210 660		153 219	
Kostnader til aksjedepot og oppgjjer	89 183		81 063	
<b>Samla kostnader i den interne aksjeforvaltninga</b>	<b>299 843</b>	<b>0,08</b>	<b>234 282</b>	<b>0,08</b>
Interne kostnader i renteforvaltninga	217 530		124 094	
Kostnader til rentedepot og oppgjjer	83 601		45 338	
<b>Samla kostnader i den interne renteforvaltninga</b>	<b>301 131</b>	<b>0,04</b>	<b>169 432</b>	<b>0,03</b>
Minimumshonorar til eksterne forvaltarar	396 237		298 227	
Avkastningsavhengige honorar til eksterne forvaltarar	198 394		315 857	
Andre kostnader ved ekstern forvaltning	123 964		89 842	
<b>Samla kostnader i den eksterne forvaltninga</b>	<b>718 595</b>	<b>0,24</b>	<b>703 926</b>	<b>0,30</b>
<b>Sum alle forvaltningskostnader</b>	<b>1 319 569</b>	<b>0,09</b>	<b>1 107 639</b>	<b>0,10</b>
<b>Sum forvaltningskostnader, eksklusive avkastningsavhengige honorar</b>	<b>1 121 175</b>	<b>0,08</b>	<b>791 783</b>	<b>0,07</b>

For den interne aksjeforvaltninga var det inga endring i forholdstalet mellom kostnader og beløp under forvaltning frå dei tre første kvartala i 2006 til same periode i 2007, mens forholdstalet auka i den interne renteforvaltninga. Kostnadsauken innanfor renteforvaltninga har i første rekkje samanheng med innføring av eit nytt porteføljeforvaltningssystem, som vil leggje til rette for utviding av instrumentbruken i forvaltninga.

Kostnadene blir fordelte på intern og ekstern forvaltning ved hjelp av fordelingsnøklar for dei interne kostnadene og depotkostnadene. Om lag 56 prosent av kostnadene galdt ekstern forvaltning, mens om lag 17 prosent av fondsporteføljjen blir forvalta av eksterne. Einingskostnadene i intern forvaltning var om lag 0,05 prosentpoeng, mot 0,24 prosentpoeng i ekstern forvaltning. Eksterne kostnader i forhold til beløp under forvaltning var lågare i dei tre første kvartala i 2007 samanlikna med tilsvarende periode i 2006, som følgje av ein vesentleg reduksjon i avkastningsavhengige honorar til eksterne forvaltarar.

## 4. Noregs Bank sine valutareservar

### Hovudpunkt frå tredje kvartal 2007:

#### Investeringsporteføljen

- Marknadsverdi 213,1 milliardar kroner pr. 30. september
- Periodeavkastning målt i internasjonal valuta:
  - Samla: 0,45 prosent
  - Aksjeforvaltninga: -1,52 prosent
  - Renteforvaltninga: 1,97 prosent
- Mindreavkastning 0,60 prosent

#### Petrobufferporteføljen

- Overført 75,9 milliardar kroner til Statens pensjonsfond – Utland
- Tilført 40,1 milliard kroner frå SDØE
- Tilført 35,5 milliardar kroner frå Noregs Banks egne valutakjøp
- Marknadsverdi 2,9 milliardar kroner pr. 30. september
- Periodeavkastning -3,8 prosent målt i norske kroner

### **Investeringsporteføljen**

Marknadsverdien av investeringsporteføljen var ved utgangen av tredje kvartal 213,1 milliardar kroner, noko som er ein nedgang på 10,8 milliardar i løpet av kvartalet. Positiv avkastning på investerte midlar auka verdien med 0,9 milliardar kroner, mens ein sterkare kronekurs i forhold til dei valutaene porteføljen er investert i, reduserte verdien med 11,7 milliardar kroner. Endring i kronekursen har likevel ikkje noko å seie for den internasjonale kjøpekrafta porteføljen har.

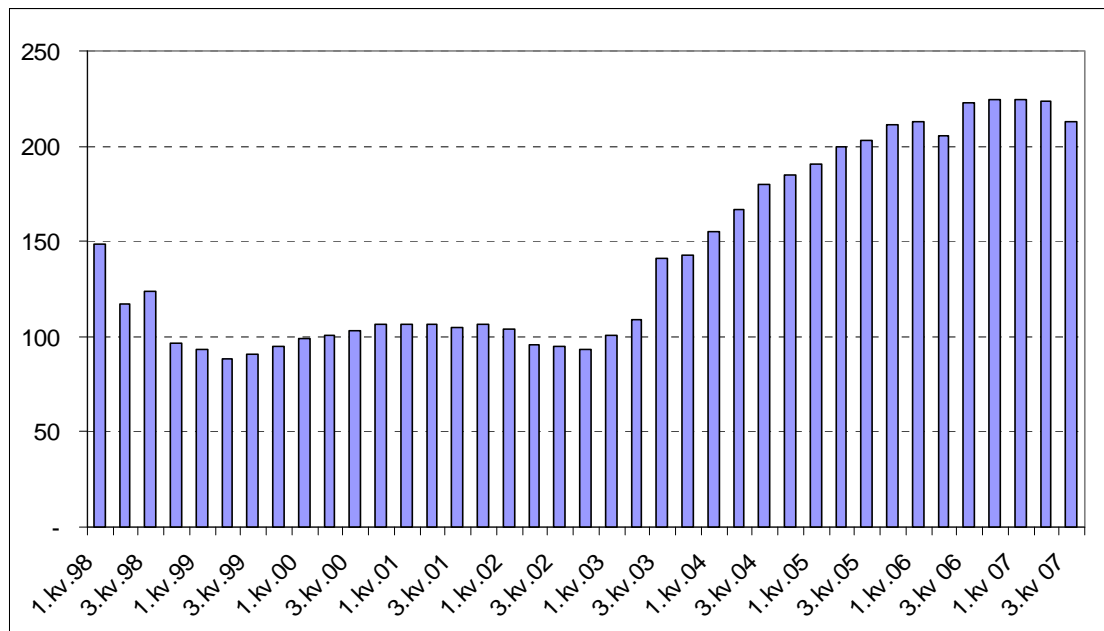
Tabell 4-1 viser marknadsverdien ved dei siste kvartalsskifta, og endringa i marknadsverdi i tredje kvartal 2007 fordelt på tilførsel, avkastning i internasjonal valuta og endring i den internasjonale kroneverdien.

**Tabell 4-1: Marknadsverdien av investeringsporteføljens dei siste kvartalsskifta, og endringa i marknadsverdi i tredje kvartal 2007 (millionar kroner)**

	Aksjeforvaltninga	Renteforvaltninga	Totalt
30. sept. 2006	87 672	135 407	223 079
31. des 2006	92 143	132 374	224 517
31. mar. 2007	92 860	131 408	224 269
<b>30. juni 2007</b>	<b>97 443</b>	<b>126 535</b>	<b>223 978</b>
Tilførsel	-	-	-
Avkastning	-1 569	2 440	871
Endring i kroneverdi	-4 973	-6 764	-11 737
<b>30. september 2007</b>	<b>90 900</b>	<b>122 211</b>	<b>213 111</b>

Figur 4-1 viser utviklinga i marknadsverdien av porteføljen målt i norske kroner sidan 1998.

**Figur 4-1: Marknadsverdien av investeringsporteføljen 1998 – 2007 (milliardar kroner)**



#### Avkastninga på porteføljen

Investeringsporteføljen hadde i tredje kvartal 2007 ei periodeavkastning på 0,45 prosent, målt i forhold til valutakorga for referanseporteføljen, sjå tabell 4-2. Målt i norske kroner var totalavkastninga i tredje kvartal på –4,85 prosent. Lågare avkastning målt i norske kroner kjem av at krona i løpet av kvartalet har blitt sterkare i forhold til valutaene i referanseporteføljen.

Brutto avkastning i tredje kvartal 2007 var 0,60 prosentpoeng lågare enn avkastninga på referanseporteføljen. Rekna som absolutt beløp utgjorde mindreavkastninga 1 386 millionar kroner. Det var negativt tilskot frå både intern og ekstern renteforvaltning, og frå den interne aksjeforvaltninga.

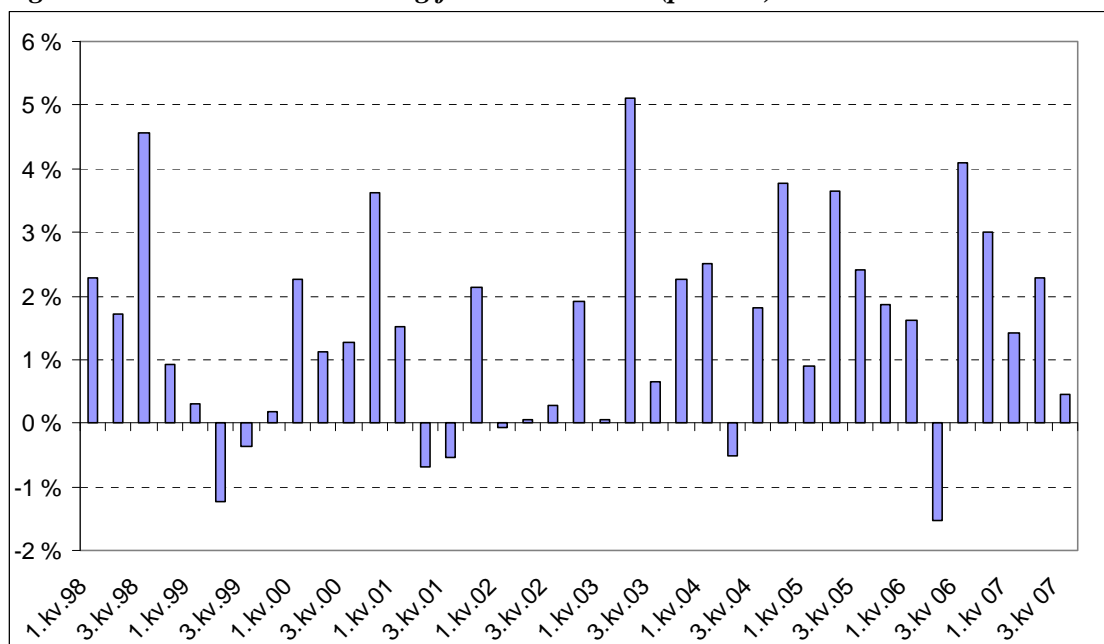
**Tabell 4-2: Avkastninga på investeringsporteføljen tredje kvartal 2007 (prosent).**

	Avkastninga målt i valutakorga for referanseporteføljen		Avkastninga målt i norske kroner		
	Faktisk portefølje	Referanseportefølje	Faktisk portefølje	Referanseportefølje	Meiravkastning
<b>Første kvartal</b>	<b>1,43</b>	<b>1,41</b>	<b>-0,11</b>	<b>-0,13</b>	<b>0,02</b>
<b>Andre kvartal</b>	<b>2,28</b>	<b>2,08</b>	<b>-0,13</b>	<b>-0,32</b>	<b>0,20</b>
Juli	-0,96	-0,61	-1,38	-1,03	-0,35
August	0,17	0,49	-0,07	0,25	-0,31
September	1,25	1,21	-3,46	-3,50	0,04
<b>Tredje kvartal</b>	<b>0,45</b>	<b>1,08</b>	<b>-4,85</b>	<b>-4,25</b>	<b>-0,60</b>
Til no i år	4,21	4,63	-5,08	-4,69	-0,39

I tredje kvartal kom det på transaksjonskostnader ved at segmentet for små, børsnoterte selskap blei inkluderte i referanseporteføljen (jf. omtale i vedlegg 2, punkt 2). Noregs Bank har estimert dei direkte og indirekte transaksjonskostnadene knytte til inkluderinga til 131,7 millionar kroner. Referanseporteføljen er ikkje justert for desse påførte transaksjonskostnadene. Dermed er den målte meiravkastninga lågare enn ho ville ha vore utan kostnadene knytte til endringa i referanseporteføljen.

Frå 1998 har den gjennomsnittlege kvartalsavkastninga målt i valuta vore 1,45 prosent. Figur 4-2 viser avkastninga kvart kvartal målt mot valutakorga for porteføljen. Det har vore negativ avkastning i 7 av 39 kvartal.

**Figur 4-2: Kvartalsvis avkastning frå 1998 til 2007 (prosent)**



Den prosentvise avkastninga av investeringsporteføljen frå og med 1998 er vist i tabell 4-3. Her er avkastninga rekna i forhold til valutakorga for porteføljen. Til og med 2000 var heile porteføljen investert i stats- eller statsgaranterte obligasjonar, mens det sidan 2001 også har vore aksjar i porteføljen og frå 2003 ikkje-statsgaranterte obligasjonar.

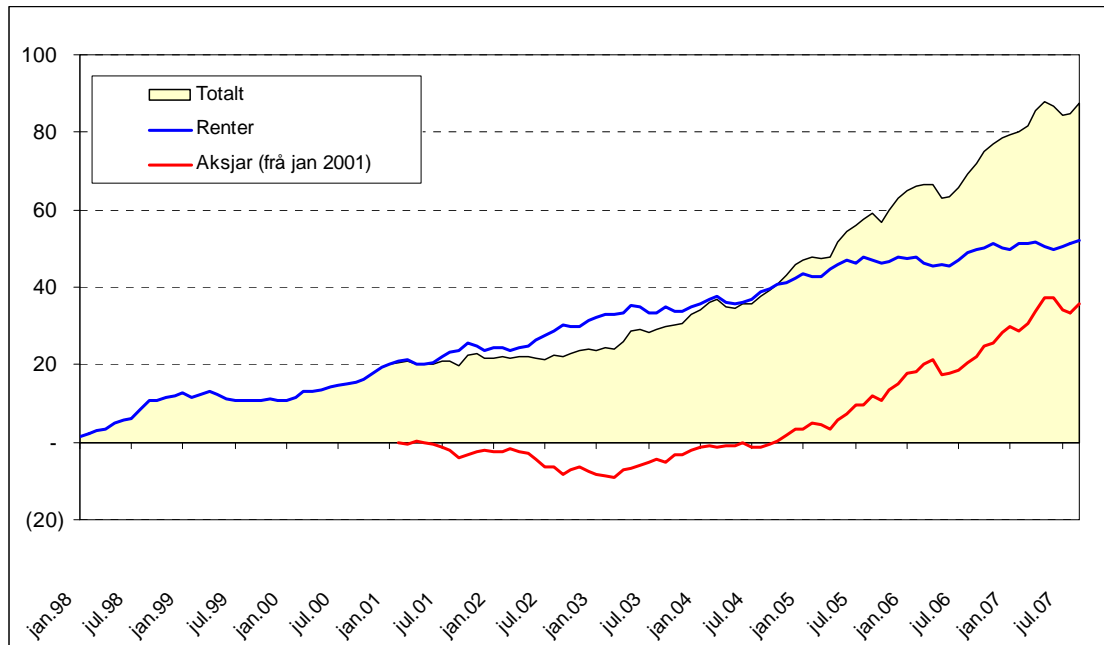
Tabellen viser at årleg netto realavkastning sidan 1. januar 1998 har vore 3,96 prosent, etter frådrag for prisstiging og forvaltningskostnader. Høgre kolonne i tabellen viser at brutto meiravkastning i forhold til referanseporteføljen for porteføljen i gjennomsnitt har vore på 0,14 prosentpoeng pr. år sidan 1.1.1998.

**Tabell 4-3: Årlege avkastningsratar for investeringsporteføljen (målt i valutakorga for porteføljen prosent pr. år)**

	Nominell årleg avkastning	Årleg prisvekst <sup>11</sup>	Forvaltningskostnader	Årleg netto realavkastning	Årleg brutto meiravkastning
Frå 01.01.98	5,93	1,84	0,06	3,96	0,14
Frå 01.01.99	5,50	1,94	0,06	3,43	0,16
Frå 01.01.00	6,38	2,02	0,07	4,22	0,17
Frå 01.01.01	6,08	2,00	0,07	3,93	0,18
Frå 01.01.02	6,73	2,12	0,07	4,44	0,18
Frå 01.01.03	7,71	2,14	0,06	5,39	0,14
Frå 01.01.04	7,56	2,31	0,06	5,07	0,03
Frå 01.01.05	7,50	2,27	0,06	5,05	0,01
Frå 01.01.06	6,69	2,21	0,06	4,23	-0,17

Den akkumulerte avkastninga på porteføljen målt i valuta i perioden 1. januar 1998 til utgangen av tredje kvartal 2007 var 88 milliardar kroner. Det er vist ved det gule feltet i figur 4-3. Frå 2001, som var det første året med aksjeplasseringar i investeringsporteføljen, er akkumulert avkastning 68 milliardar kroner. 36 milliardar eller 53 prosent av den akkumulerte avkastninga i denne perioden kjem frå aksjeplasseringane. Den raude linja i figuren viser utviklinga i akkumulert avkastning av aksjeinvesteringane. Frå januar 2001 til september 2004 var det negativ akkumulert avkastning av aksjeplasseringane.

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



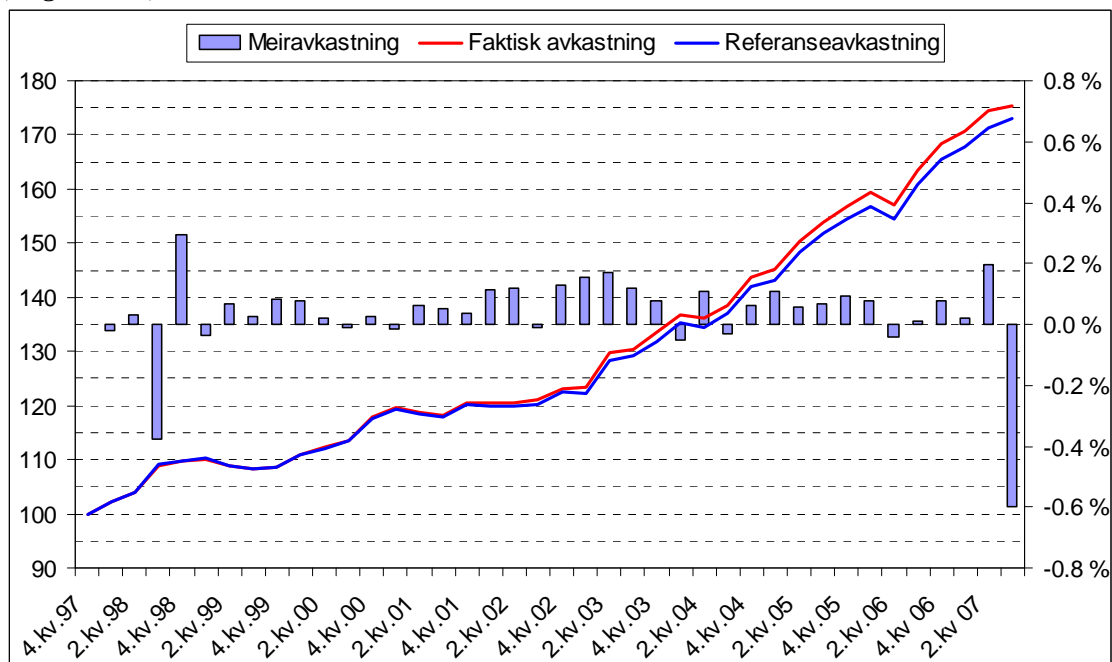
<sup>11</sup> Vegd gjennomsnitt av konsumprisstiginga i dei landa som i vedkomande år er med i referanseporteføljen for porteføljen.

Den blå linja i figuren viser at avkastninga av renteinvesteringane har hatt ei langt meir stabil utvikling. Akkumulert avkastning av renteinvesteringane sidan 1998 var 52 milliardar kroner ved utgangen av kvartalet. I den perioden som investeringsporteføljen har innehalde både aksje- og renteinvesteringar, er den akkumulerte avkastninga på renteinvesteringane 32 milliardar kroner eller 47 prosent av den samla akkumulerte avkastninga på porteføljen sidan 2001.

Den akkumulerte avkastninga frå 1. januar 1998 har vore 75,4 prosent for den faktiske porteføljen og på 73,1 prosent for referanseporteføljen (figur 4-4). Forskjellen mellom dei to avkastningstala er den brutto meiravkastninga som er oppnådd i forvaltninga; til saman 2,2 prosentpoeng sidan 1998.

I beløp har summen av oppnådd meiravkastning vore 1,3 milliardar kroner. Figuren viser også at det er oppnådd meiravkastning i 29 av dei 39 kvartala sidan 1. januar 1998.

**Figur 4-4: Indeks for akkumulert faktisk avkastning og referanseavkastning (31.12.1997=100, venstre akse) og kvartalsvis brutto meiravkastning i prosentpoeng (høgre akse) 1998-2007**



#### Renteforvaltninga

Marknadsverdien av renteporteføljen fall med 4,3 milliardar kroner i tredje kvartal til 122,2 milliardar kroner. Avkastninga av renteinvesteringane er 2,4 milliardar kroner, mens ein sterkare kronekurs reduserte verdien av porteføljen med 6,7 milliardar kroner. Endring i kronekursen har likevel ikkje noko å seie for den internasjonale kjøpekrafta for porteføljen.

Om lag 85 prosent av porteføljen blir forvalta internt i Noregs Bank med bruk av både utvida indeksforvaltning, der hovudformålet er å oppnå marknadseksponeering i samsvar

med referanseporteføljen, og aktive strategiar med sikte på å oppnå meiravkastning i forhold til referanseporteføljen.

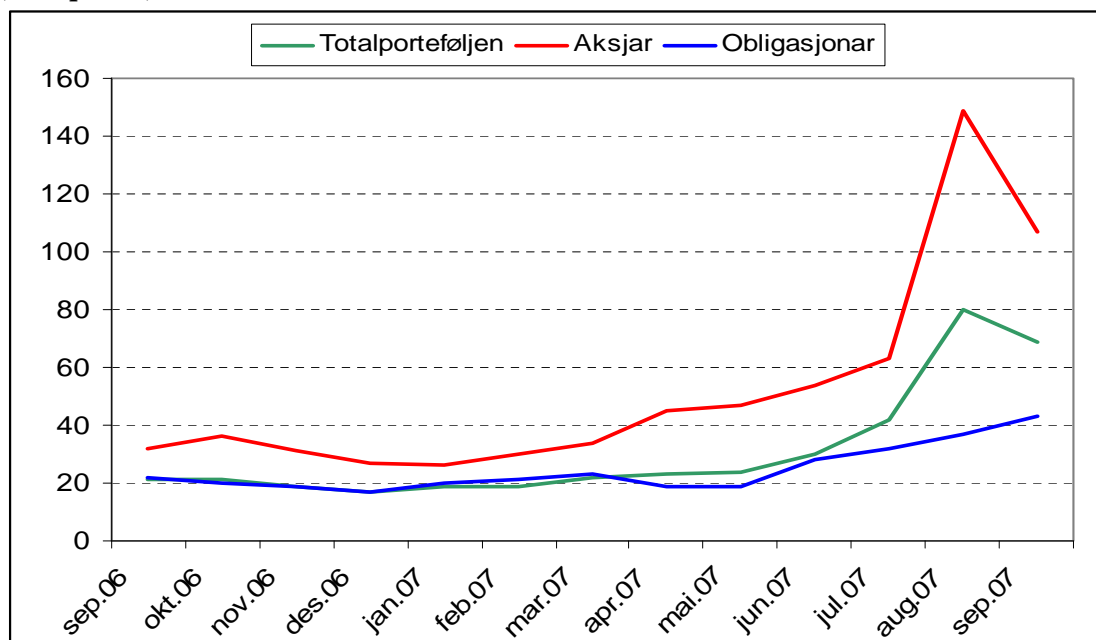
#### Aksjeforvaltninga

Marknadsverdien av aksjeporteføljen fall med 6,5 milliardar kroner til 90,9 milliardar kroner ved utgangen av kvartalet. Negativ avkastning av aksjeinvesteringane og ein sterkare kronkurs i forhold til investeringsvalutaene verka til å redusere verdien av porteføljen med høvesvis 1,5 og 5,0 milliardar kroner. Endring i kronkursen har likevel ikkje noko å seie for den internasjonale kjøpekrafta for porteføljen. Ved utgangen av kvartalet var heile aksjeporteføljen internt forvalta i Noregs Bank.

#### Marknadsrisiko

Hovudstyret sine retningslinjer definerer ei grense for marknadsrisikoen i den faktiske porteføljen i forhold til referanseporteføljen. Denne relative marknadsrisikoen skal alltid vere lågare enn 1,5 prosentpoeng forventa relativ volatilitet.

**Figur 4-5: Forventa relativ volatilitet ved kvar månadslutt siste 12 månader (basispunkt)**



Figur 4-5 viser at den relative marknadsrisikoen dei siste 12 månedene har lege godt innanfor den øvre grensa. Det har vore ein oppgang i relativ volatilitet dei siste månedene, og ved utgangen av kvartalet var forventa relativ volatilitet på 0,69 prosentpoeng.

#### Informasjonsrate

Informasjonsraten er eit mål på kompetanse i operativ forvaltning. Denne raten er forholdstalet mellom brutto meiravkastning pr. år og relativ marknadsrisiko (her målt som faktisk standardavvik for brutto meiravkastning). Rekna frå 1. juli 1998 har den



årlege gjennomsnittlege informasjonsraten (forholdstalet mellom brutto meiravkastning og marknadsrisiko) vore på 0,51.

Tabell 4-4 gir ei historisk oversikt over informasjonsraten for fondet samla og for kvar aktivaklasse.

**Tabell 4-4: Informasjonsratar**

Periode	Porteføljen	Aksjar	Renter
Siste 12 månader	-0,63	-0,85	-0,36
Sidan 2002	0,66	-0,63	1,08
Sidan 1999	0,68	N.A. <sup>12</sup>	1,00

#### Kostnader

Kostnadene i NBIMs forvaltning er dels honorar til eksterne forvaltarar og depotinstitusjonar, og dels interne driftskostnader for Noregs bank. Medrekna avkastningsavhengige honorar utgjorde samla kostnader ved NBIMs forvaltning av investeringsporteføljen i dei tre første kvartala av 2007 119,2 millionar kroner, noko som tilsvarer 0,07 prosent av gjennomsnittleg portefølje (årsrate).

#### Å overhalde retningslinjer for forvaltninga

Tabell 4-5 gir ei oversikt over risiko og eksponering i investeringsporteføljen ved utgangen av kvart kvartal det siste året. Det var ingen vesentlege brot på hovudstyret sine investeringsretningslinjer i tredje kvartal. Det blei avdekt eit mindre brot. I samband med utlån av verdipapir tok Noregs Bank mot obligasjonar utferda av ein norsk bank som trygd. Posisjonen blei avvikla utan tap.

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

Risiko		Faktisk				
		30.09.06	31.12.06	31.03.07	30.06.07	30.09.07
Marknadsrisiko	Relativ volatilitet	0,21	0,17	0,22	0,30	0,69
Aktivafordeling	Obligasjonar	60,7	59,0	58,6	56,5	57,3
	Aksjar	39,3	41,0	41,4	43,5	42,7
Marknadsfordeling aksjar	Europa	51,2	52,4	53,5	54,3	52,4
	Amerika	35,5	34,6	33,3	32,5	33,1
	Asia/Oseania	13,3	13,0	13,3	13,3	14,5
Marknadsfordeling Obligasjonar	Europa	58,4	59,7	60,2	60,7	60,0
	Amerika	35,7	35,0	34,2	33,7	34,0
	Asia/Oseania	5,9	5,3	5,7	5,6	6,0
Eigardel	Største eigardel Maks. 5%	0,95	1,27	2,29	4,53	4,94

Tabell 4-6 viser samansetninga av obligasjonsporteføljen (renteporteføljen eksklusive pengemarknadsplassingar) basert på kredittvurderingane til Moody's og Standard & Poor's (S&P). I tabellen er statsobligasjonar og statsgaranterte obligasjonar utan kredittvurdering gitt kredittvurderinga frå utferdarlandet.

<sup>12</sup> Dei første aksjeplasseringane blei gjorde i 2001

**Tabell 4-6: Obligasjonsporteføljen pr. 30. september 2007 fordelt etter kredittvurdering (prosent av marknadsværdi)**

Moody's		Standard & Poor's	
Karakter	Prosent av total	Karakter	Prosent av total
Aaa	52,65	AAA	48,56
Aa	19,19	AA	15,15
A	12,84	A	14,94
Baa	6,64	BBB	7,72
Ba	0,90	BB	1,27
Lågare rating	0,55	Lågare rating	0,50
Inga rating	7,23	Ingen rating	11,86

### **Petrobufferporteføljen**

#### Tilførsalar til petrobufferporteføljen og overføringar til Statens pensjonsfond – Utland i tredje kvartal 2007

Tabell 4-7 gir ei oversikt over tilførsalar til petrobufferporteføljen og overføringar til Statens pensjonsfond – Utland i tredje kvartal 2007. Frå SDØE fekk porteføljen tilført 40,1 milliardar kroner i løpet av kvartalet. I tillegg fekk porteføljen tilført valuta frå Noregs Bank sine kjøp i marknaden for til saman 35,5 milliardar kroner i tredje kvartal.

Overføringa til Pensjonsfondet var på 75,9 milliardar kroner i tredje kvartal 2007.

**Tabell 4-7: Tilførsalar til og overføringar frå petrobufferporteføljen i tredje kvartal 2007 (millionar kroner)**

Periode	Tilført frå SDØE	Valutakjøp i marknaden	Overført til Pensjonsfondet	Marknadsværdi ved kvartals-/månadsslutt
<b>Første kvartal</b>	<b>38 791</b>	<b>34 429</b>	<b>93 419</b>	<b>3 205</b>
<b>Andre kvartal</b>	<b>33 794</b>	<b>34 428</b>	<b>67 542</b>	<b>3 497</b>
Juli	14 735	10 651	23 244	5 652
August	10 806	14 727	24 238	7 060
September	14 595	10 079	28 396	2 857
<b>Tredje kvartal</b>	<b>40 136</b>	<b>35 457</b>	<b>75 878</b>	<b>-</b>
Til no i år	112 722	104 315	236 838	-

#### Storleik og avkastning

Ved utgangen av tredje kvartal 2007 var marknadsværdien til petrobufferporteføljen 2,9 milliardar kroner samanlikna med 3,5 milliardar kroner den 30. juni 2007.

Petrobufferporteføljen hadde i tredje kvartal ei avkastning på –3,8 prosent målt i norske kroner. I absolutt beløp tilsvarer dette -2 511 millionar kroner.

## 5. Statens petroleumsforsikringsfond

Hovudpunkt frå tredje kvartal 2007:

- Marknadsverdi 14,4 milliardar kroner pr. 30. september
- Periodeavkastning 2,64 prosent målt i internasjonal valuta
- Periodeavkastning –3,06 prosent målt i norske kroner
- Meiravkastning 0,09 prosent
- Skadeutbetalingar for 813,4 millionar kroner

### Marknadsverdien av fondet

Den internasjonale porteføljen i fondet hadde ved utgangen av tredje kvartal 2007 ein marknadsverdi på 14,4 milliardar kroner. I tillegg hadde arbeidskontoen i norske kroner ein saldo på 138,6 millionar kroner. Marknadsverdiane av Petroleumsforsikringsfondet sine valutaporteføljor ved utgangen av kvart kvartal det siste året går fram av tabell 5-1.

**Tabell 5-1: Marknadsverdien av Petroleumsforsikringsfondet ved utgangen av kvart kvartal (millionar kroner)**

	30.09.2006	31.12.2006	31.03.2007	30.6.2007	30.9.2007
<b>EUR</b>	7 696	7 596	7 544	7 839	7 370
<b>GBP</b>	2 349	2 343	2 293	2 349	2 099
<b>USD</b>	5 492	5 248	5 246	5 492	4 968
<b>Total marknadsverdi</b>	<b>15 535</b>	<b>15 184</b>	<b>15 084</b>	<b>15 680</b>	<b>14 437</b>

### Fondsavkastninga

I tredje kvartal 2007 var avkastninga av Petroleumsforsikringsfondet 2,64 prosent målt i valutakorga som svarer til samansetninga av referanseporteføljen jf. tabell 5-2. Målt i norske kroner var avkastninga på –3,06 prosent. Forskjellen kjem av at krona i løpet av kvartalet blei sterkare i forhold til dei valutaslaga som er med i referanseporteføljen. Den faktiske avkastninga var 0,09 prosentpoeng høgare enn avkastninga på referanseporteføljen.

**Tabell 5-2: Avkastninga for Statens petroleumsforsikringsfond ( prosent)**

	Målt i valutakorga for referanseporteføljen		Målt i norske kroner		
	Faktisk portefølje	Referanseportefølje	Faktisk portefølje	Referanseportefølje	Differanse
<b>Første kvartal</b>	<b>0,81</b>	<b>0,74</b>	<b>-0,67</b>	<b>-0,74</b>	<b>0,06</b>
<b>Andre kvartal</b>	<b>-0,54</b>	<b>-0,51</b>	<b>-2,72</b>	<b>-2,69</b>	<b>-0,04</b>
Juli	1,22	1,26	0,65	0,69	-0,04
August	0,99	0,98	0,67	0,65	0,01
September	0,41	0,29	-4,32	-4,44	0,12
<b>Tredje kvartal</b>	<b>2,64</b>	<b>2,55</b>	<b>-3,06</b>	<b>-3,15</b>	<b>0,09</b>
<b>Til no i år</b>	<b>2,91</b>	<b>2,79</b>	<b>-6,34</b>	<b>-6,45</b>	<b>0,11</b>

### Forvaltninga

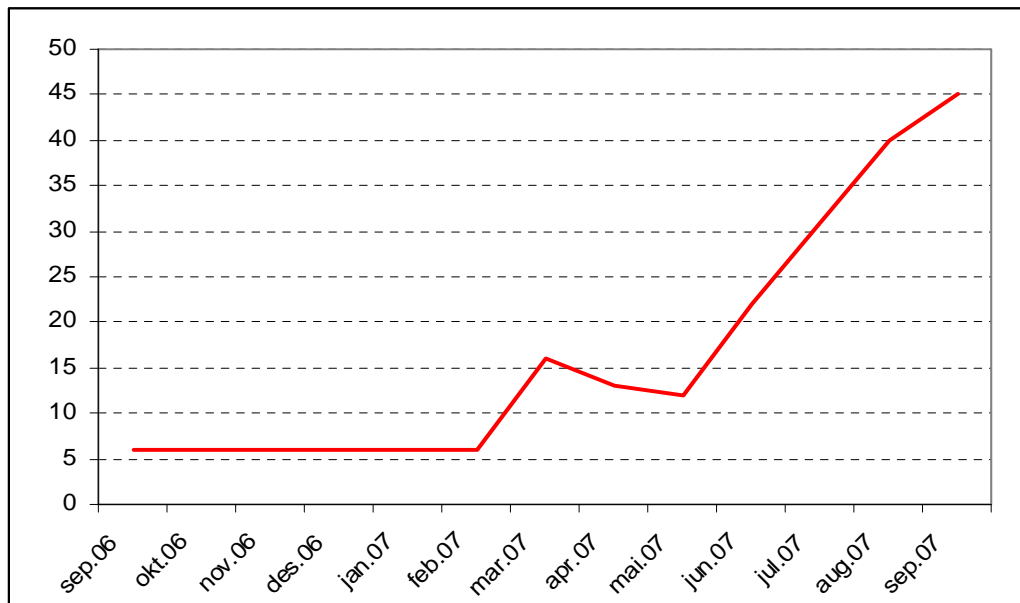
Heile fondet blir forvalta internt i Noregs Bank. Noregs Bank følger ein indekxnær investeringsstrategi for fondet, noko som inneber at den faktiske porteføljen ikkje vik av mykje frå referanseporteføljen. Fondet er i hovudsak investert i statsobligasjonar og andre obligasjonar som er inkluderte i Lehman-indeksens delsektor for andre offentlege obligasjonar ("Government-related"). I tillegg er det tilgang til å investere i tyske panteobligasjonar utferda mot trygd i lån tekne opp av offentlig sektor ("offentliche Pfandbriefe"), i korte pengemarknadsinstrument og i ikkje-børsnoterte rentederivat.

I løpet av kvartalet blei det utført skadeutbetalingar for 813,4 millionar kroner.

### Marknadsrisiko

Olje- og energidepartementet sine retningslinjer fastset ei grense for marknadsrisikoen i den faktiske porteføljen i forhold til referanseporteføljen. Denne relative marknadsrisikoen skal alltid vere lågare enn 0,75 prosentpoeng relativ volatilitet. Sjølv om det har vore ein vesentleg oppgang dei siste månadene, har den relative marknadsrisikoen gjennom hele tredje kvartal 2007 lege godt innanfor den øvre grensa, jf. figur 5-1.

**Figur 5-1: Forventa relativ volatilitet siste 12 månader (basispunkt)**



### Retningslinjer for forvaltninga

Etter Olje- og energidepartementet sine retningslinjer skal gjennomsnittleg modifisert durasjon i kvar valuta vere 4 i referanseporteføljen og ikkje høgare enn 5 i den faktiske porteføljen samla. Tabell 5-3 viser at kravet til durasjon også i tredje kvartal har vore oppfylt med god margin i kvar av dei valutaene fondet er investert i.

**Tabell 5-3: Fondets modifiserte durasjon fordelt på valuta pr 30. september 2007**

Valuta	Faktisk portefølje	Referanseporteføljen
EUR	3,76	3,92
GBP	4,06	4,13
USD	4,06	4,01
<b>SUM</b>	<b>3,91</b>	<b>3,98</b>

Tabell 5-4 gir ei oversikt over dei grensene for risikoeksponering som er fastsette i forskrifta og retningslinjene, og viser den faktiske tilpassinga av porteføljen i forhold til grensene ved slutten av kvartalet. Det var ingen brot på retningslinjene i tredje kvartal 2007.

**Tabell 5-4: Grenser for risikoeksponering i forskrifta og retningslinjene**

Risiko	Grenser	Faktisk				
		30.09.06	31.12.06	31.03.07	30.06.07	30.09.07
Marknadsrisiko	Maksimalt 0,75 prosent-poeng relativ volatilitet	0,06	0,06	0,16	0,22	0,45
Renterisiko	Modifisert durasjon maks 5	3,98	3,93	4,00	4,01	3,91

Tabell 5-5 viser samansetninga av obligasjonsporteføljen basert på kredittvurderingane til Moody's og Standard & Poor's. I tabellen er den detaljerte inndelinga frå byråa slått saman til hovudkarakterar, for eksempel ved at Moody's Aa inneheld både Aa1, Aa2 og Aa3. Vidare er statsobligasjonar og statsgaranterte obligasjonar utan kredittvurdering gitt kredittvurderinga for utferdarlandet.

**Tabell 5-5: Porteføljen pr 30. september 2007 fordelt etter kredittvurdering**

Moody's		Standard & Poor's	
Karakter	Prosent av total marknadsv Verdi	Karakter	Prosent av total marknadsv Verdi
Aaa	66,95	AAA	58,66
Aa	23,99	AA	21,24
A	7,91	A	16,74
Inga vurdering <sup>13</sup>	1,15	Inga vurdering	3,37

### Kostnader

Forvaltningsavtalen mellom Olje- og energidepartementet og Noregs Bank fastset prinsippa for den godtgjeringa Noregs Bank skal få for å utføre forvaltninga av porteføljen for Petroleumsforsikringsfondet. For 2007 blei det fastsett ein godtgjeringsats på 0,06 prosent av gjennomsnittleg marknadsv Verdi av porteføljen. For dei tre første kvartala i 2007 utgjorde påkomen godtgjerung 6,8 millionar kroner.

<sup>13</sup> Dersom eit verdipapir har karakteren "inga vurdering" frå Moody's, har det ei godkjend vurdering frå eitt av dei to andre godkjende byråa (S&P eller Fitch). Det same gjeld for S&P.

VEDLEGG:

## Vedlegg 1: Rekneskapsrapportar

### 1.1 Statens pensjonsfond - Utland

Tabell 1 viser fordelinga på ulike instrument slik ho kjem fram i rekneskapan for Noregs Bank. Postar utanfor balansen blir viste i ein eigen tabell. Tabell 2 viser bokført avkastning, som i tredje kvartal var -83 101 millionar kroner før forvaltningsgodtgjeringa til Noregs Bank blir trekt frå.

**Tabell 1: Den internasjonale porteføljen for Pensjonsfondet pr 30. september 2007 fordelt på instrument (millionar kroner)**

	30.09.2006	31.12.2006	30.09.2007
Kortsiktige krav/gjeld inkl. innskot i utanlandske bankar	-14 981	6 918	-1 419
Pengemarknadsplasseringar i utanlandske finansinstitusjonar mot trygd i verdipapir	664 740	619 746	698 791
Innlån frå utanlandske finansinstitusjonar mot trygd i verdipapir	-623 527	-728 414	-729 179
Utanlandske renteberande verdipapir	1 005 701	1 166 941	1 105 488
Utanlandske aksjar	682 149	720 256	854 514
Reguleringar av terminkontraktar og derivat	-1 712	-1 777	4 110
<b>Total portefølje før forvaltningsgodtgjering</b>	<b>1 712 370</b>	<b>1 783 670</b>	<b>1 932 305</b>
Skuldig forvaltningsgodtgjering	-1 108	-1 526	-1 320
Påkome rådgivingshonorar	0	-5	0
<b>Total portefølje</b>	<b>1 711 262</b>	<b>1 782 139</b>	<b>1 930 985</b>

Postar utanfor balansen (i mill. kroner)			
<b>Plikter</b>			
Derivat og terminkontraktar, selde	1 144 587	1 228 557	1 992 730
Derivat og terminkontraktar, kjøpte	1 160 268	1 241 246	1 953 467
<b>Rettar</b>			
Opsjonar selde	26 480	24 154	65 333
Opsjonar kjøpte	118 184	131 203	111 506

Det er ein mindre forskjell i marknadsvardi mellom avkastnings- (jf. tabell 3-1) og rekneskapsrapportering pr. 30.09.07. Dette kjem av forskjellig verdivurderingsmetode for pengemarknadsplasseringar.

Inntekter og kostnader i valuta er i tabell 2 rekna om til norske kroner etter kursen på transaksjonstidspunktet og periodiserte i samsvar med rekneskapsprinsippet.

**Tabell 2: Bokført avkastning av den internasjonale porteføljen for Pensjonsfondet pr 30. september 2007 (millionar kroner)**

	30.09.2006	31.12.2006	30.06.2007	30.09.2007
Renteelement	30 195	43 014	27 151	43 499
Dividende	11 832	14 232	11 810	15 448
Valutakursreguleringar <sup>14</sup>	13 536	-24 232	-69 666	-168 968
Urealisert verdipapirtap/gevinst	-11 364	13 592	-12 806	-19 433
Realisert verdipapirtap/gevinst	29 629	47 482	31 390	36 996
Kurtasje	-37	-6	-97	-139
Gevinst/tap futures	-3 358	-3 329	79	-112
Gevinst opsjonar	55	126	120	-311
Gevinst/tap aksjebyteavtalar	1 794	2 174	203	-321
Gevinst/tap rentebyteavtalar	2 938	3 183	6 714	5 138
<b>Bokført avkastning på plasseringar</b>	<b>81 852</b>	<b>96 236</b>	<b>-5 102</b>	<b>-88 203</b>
Påkomen forvaltningsgodtgjering	-1 108	-1 526	-838	-1 320
Påkome rådgivingshonorar	0	-5	0	0
<b>Netto avkastning</b>	<b>80 744</b>	<b>94 705</b>	<b>-5 940</b>	<b>-89 523</b>

## 1.2 Investeringsporteføljen

**Tabell 1: Investeringsporteføljen pr 30. september 2007 fordelt på instrument (millionar kroner)**

	30.09.2006	31.12.2006	30.09.2007
Kortsiktige krav/gjeld inkl. innskott i utanlandske bankar	-12 070	-9 593	-11 837
Pengemarknadsplasseringar i utanl. finansinst. mot trygd i verdipapir	96 907	77 501	75 203
Innlån frå utanlandske finansinstitusjonar mot trygd i verdipapir	-98 978	-99 350	-94 112
Utanlandske renteberande papir	148 834	163 757	152 903
Utanlandske aksjar	88 699	92 300	90 627
Regulering av terminkontraktar og derivat	-303	-100	302
<b>Total portefølje</b>	<b>223 089</b>	<b>224 515</b>	<sup>15</sup> <b>213 104</b>

<sup>14</sup> Valutakursreguleringa i rekneskapen er rekna ut med utgangspunkt i den faktiske samansetninga av Pensjonsfondet. Inntekter og kostnader er omrekna etter kursen på transaksjonstidspunktet, og eignedelar og gjeld er omrekna til gjeldande marknadskurs ved slutten av månaden. Denne storleiken vil vere forskjellig frå den utrekna valutakurseffekten i avkastningsmålinga. Valutakurseffekten i avkastningsmålinga er rekna ut med utgangspunkt i valutasamansetninga av referanseporteføljen ved inngangen til kvar måned og tilhøyrande valutakursendringar.

<sup>15</sup> Det er ein mindre forskjell i marknadsverdi mellom avkastnings- (jf. tabell 4-1) og rekneskapsrapportering pr. 30.09.07. Dette kjem av bl.a. forskjellig vurderingsmetode for pengemarknadsplasseringar.

<b>Postar utanfor balansen</b>	<b>30.09.2006</b>	<b>31.12.2006</b>	<b>30.09.2007</b>
<b>Plikter</b>			
Derivat og terminkontraktar, selde	201 036	200 684	266 972
Derivat og terminkontraktar, kjøpte	207 393	202 861	268 530
<b>Rettar</b>			
Opsjonar selde	11 664	8 851	1 996
Opsjonar kjøpte	16 452	21 656	7 144

**Tabell 2: Bokført avkastning av investeringsporteføljen pr 30. september 2007 (millionar kroner)**

<b>Avkastning Investeringsporteføljen</b>	<b>30.09.2006</b>	<b>31.12.2006</b>	<b>30.06.2007</b>	<b>30.09.2007</b>
Rentelement	5 094	6 695	3 448	5 365
Dividende	1 664	2 017	1 749	2 247
Valutakursreguleringar	651	-4 298	-8 220	-19 270
Urealisert verdipapirgevinst/tap	-2 308	1 265	-3 215	-6 177
Realisert verdipapirgevinst/tap	4 126	4 626	4 253	5 973
Kurtasje	-4	-5	-3	-32
Gevinst/tap futures	82	114	114	137
Gevinst/tap opsjonar	-5	26	-13	-57
Gevinst/tap aksjebyteavtalar	53	130	76	17
Gevinst/tap rentebyteavtalar	240	448	1 296	385
Andre driftskostnader	-51	-64	-36	-58
<b>Netto avkastning</b>	<b>9 542</b>	<b>10 954</b>	<b>-551</b>	<b>-11 470</b>

### 1.3 Petrobufferporteføljen

**Tabell 1: Petrobufferporteføljen pr 30. september 2007 fordelt på instrument (millionar kroner)**

	<b>30.09.2006</b>	<b>31.12.2006</b>	<b>30.09.2007</b>
Kortsiktige krav/gjeld inkl. innskott i utanlandske bankar	13 305	12 447	1 085
Pengemarknadsplasseringar i utanl. finansinst. mot trygd i verdipapir	16 945	8 510	15 856
Regulering av terminkontraktar og derivat	-9	0	-21
Gjeld til Statens pensjonsfond – Utland, uoppgjorde overføringar	-31 409	0	-17 458
<b>Total portefølje i følgje rekneskap</b>	<b>-1 168</b>	<b>20 957</b>	<b>-538</b>
Ikke bokførte uoppgjorde kontraktar	3 868	2 731	3 395
<b>Valuta til forvaltning</b>	<b>2 700</b>	<b>23 688</b>	<b>2 857</b>

<b>Postar utanfor balansen</b>	<b>30.09.2006</b>	<b>31.12.2006</b>	<b>30.09.2007</b>
<b>Plikter</b>			
Derivat og terminkontraktar, selde	3 959	0	12 970
Derivat og terminkontraktar, kjøpte	3 959	0	12 970



**Tabell 2: Bokført avkastning av petrobufferporteføljen pr 30. september 2007  
(millionar kroner)**

Avkastning	30.09.2006	31.12.2006	30.06.2007	30.09.2007
Rentelement	436	580	407	530
Valutakursreguleringar	-643	-1 414	-1 058	-1 468
Andre driftskostnader	-1	-1	-1	-1
<b>Netto avkastning</b>	<b>-208</b>	<b>-835</b>	<b>-652</b>	<b>-939</b>

### 1.3 Statens petroleumsforsikringsfond

**Tabell 1: Den internasjonale porteføljen for Petroleumsforsikringsfondet pr 30. september 2007 fordelt på instrument (tusen kroner)**

	30.09.2006	31.12.2006	30.09.2007
Kortsiktige krav/gjeld inkl. innskot i utanlandske bankar	206 958	-61 495	-151 480
Pengemarknadsplasseringar i utanl. finansinst. mot trygd i verdipapir	2 546 411	2 768 751	3 083 649
Innlån frå utanlandske finansinstitusjonar mot trygd i verdipapir	0	0	0
Utanlandske renteberande papir	12 987 634	12 611 428	11 511 764
Regulering av terminkontraktar og derivat	-1 827	-3 381	-5 552
<b>Total portefølje før forvaltningsgebyr</b>	<b>15 739 177</b>	<b>15 315 302</b>	<b>14 438 381</b>
Skuldig forvaltningsgodtgjering	-6 389	-8 741	-6 841
<b>Total portefølje</b>	<b>15 732 788</b>	<b>15 306 561</b>	<b>14 431 541</b>

Postar utanfor balansen (heile tusen)	30.09.2006	31.12.2006	30.09.2007
Derivat og terminkontraktar, selde	854 741	1 025 453	989 364
Derivat og terminkontraktar, kjøpte	852 879	1 022 070	989 364

**Tabell 2: Bokført avkastning av Statens petroleumsforsikringsfond pr 30. september 2007  
(tusen kroner)**

	30.09.2006	31.12.2006	30.06.2007	30.09.2007
Rentelement	484 399	663 863	353 967	539 932
Valutakursreguleringar	192 946	-96 302	-548 697	-1 391 488
Urealiserte verdiendingar	-178 343	-279 557	-247 291	-26 681
Realiserte verdiendingar	-24 976	-37 234	-67 493	-75 489
Andre driftskostnader	5	5	0	0
<b>Bokført avkastning på plasseringar</b>	<b>474 032</b>	<b>250 775</b>	<b>-509 514</b>	<b>-953 725</b>
Påkomen forvaltningsgodtgjering	-6 389	-8 741	-4 514	-6 841
<b>Netto avkastning</b>	<b>467 643</b>	<b>242 034</b>	<b>-514 028</b>	<b>-960 566</b>

## Vedlegg 2: Mandat og referanseportefølje

### 1. Statens pensjonsfond - Utland

Statens pensjonsfond blei oppretta av Stortinget ved lov av 20. desember 2005. Fondet er samansett av to delar: Statens pensjonsfond - Utland (tidlegare Statens petroleumsfond, etablert i 1990) og Statens pensjonsfond - Noreg (Folketrygdfondet, etablert i 1967).

Finansdepartementet har delegert den operative forvaltninga av Statens pensjonsfond - Utland til Noregs Bank. Mandatet for forvaltninga er presisert i forskrift og skriftlege retningslinjer frå departementet. Det er dessutan inngått ein forvaltningsavtale som ytterlegare regulerer forholdet mellom Finansdepartementet som oppdragsgivar og Noregs Bank som operativ forvaltar. Retningslinjer og forvaltningsavtale er tilgjengelege på nettstaden til Noregs Bank.

Noregs Bank skal etter forskrifta arbeide for å oppnå høgast mogleg avkastning gitt dei avgrensingane som følgjer av forskrifta. Bankens strategi for å oppnå meiravkastning er presentert i tidlegare årsmeldingar. Finansdepartementet blir halde orientert om forvaltninga gjennom kvartals- og årsrapportar, som også blir offentleggjorde.

#### **Nye retningslinjer for fondsinvesteringane**

Våren 2007 la Finansdepartementet fram Stortingsmelding nr 24 (2006-2007): *Om forvaltningen av Statens pensjonsfond*. Stortinget behandla meldinga 12. juni 2007. I meldinga gjorde Regjeringa greie for resultat og investeringsstrategi for pensjonsfondet, og annonserte slike endringar for Statens pensjonsfond - Utland:

- aksjedelen skal aukast frå 40 prosent til 60 prosent
- talet på selskap skal utvidast ved å inkludere segmentet for små børsnoterte selskap i referanseporteføljen
- reguleringa av godkjende marknader og valutaer blei endra.

For ein nærare omtale av framlegga og vurderingar viser vi til Stortingsmeldinga, som er tilgjengeleg på nettstaden til Finansdepartementet. Noregs Bank har avtalt med departementet ein tidsplan for gjennomføring av endringane.

Finansdepartementet har vedteke etiske retningslinjer for fondsinvesteringane. Det etiske grunnlaget skal fremjast gjennom tre verkemiddel; *eigarskapsutøving* for å fremje langsiktig finansiell avkastning, *negativ filtrering* og *uttrekk av selskap* for å unngå å medverke til uakseptable brot på grunnleggjande etiske normer. Noregs Bank har ansvaret for eigarskapsutøvinga, i samsvar med departementets retningslinjer. Hovudstyret i Noregs Bank har vedteke prinsipp for denne eigarskapsutøvinga. Regjeringa har oppnemnt eit etikkråd som skal gi tilråding til Finansdepartementet om negativ filtrering og uttrekk av selskap. Departementet gjer endeleg vedtak om uttrekk av selskap og gir instruks om dette til Noregs Bank. Vedlegg 2 pkt. 4 gir ei samla oversikt over dei selskapa som er trekte ut frå investeringsuniverset ved utgangen av tredje kvartal 2007.

Finansdepartementet har oppgitt spesifiserte land og valutaer som er med i referanseporteføljen for fondet. Referanseporteføljen er sammansatt av konkrete aksjar og renteberande verdipapir og speglar oppdragsgivaren sin investeringsstrategi for Pensjonsfondet. Han er eit viktig utgangspunkt for å styre risikoen i den operative forvaltninga og for å vurdere resultatata av forvaltninga Noregs Bank driv.

Den strategiske referanseporteføljen for fondet er sett saman av FTSEs aksjeindeksar for store og mellomstore selskap i 27 land og av Lehman Global Aggregate og Lehman Global Real renteindeksar i valutaene til 21 land.

**Referanseportefølje pr 30. september 2007 (prosent)**

Land for aksjereferansen Valuta for rentereferansen	Aksjar		Renteinstrument	
	Strategisk referanseportefølje	Faktisk referanseportefølje	Strategisk referanseportefølje	Faktisk referanseportefølje
<b>Vekt aktivaklassar</b>	<sup>16</sup>	<b>45,4</b>	<sup>16</sup>	<b>54,6</b>
Belgia		0,8		
Finland		1,2		
Frankrike		8,3		
Hellas		0,6		
Irland		0,5		
Italia		3,0		
Nederland		2,7		
Portugal		0,3		
Spania		3,3		
Tyskland		6,4		
Austerrike		0,4		
<i>Euro-området (EUR)</i>		27,4		48,0
Storbritannia (GBP)		15,7		10,1
Danmark (DKK)		0,7		0,6
Sveits (CHF)		4,8		0,5
Sverige (SEK)		1,9		1,2
<b>Sum Europa</b>	<b>50,0</b>	<b>50,4</b>	<b>60,0</b>	<b>60,5</b>
USA (USD)		29,7		32,4
Brasil		1,0		
Canada (CAD)		2,3		2,2
Mexico		0,5		
Sør-Afrika		0,7		
<b>Sum Amerika / Afrika</b>	<b>35,0</b>	<b>34,1</b>	<b>35,0</b>	<b>34,6</b>
Australia (AUD)		2,7		0,2
Hong Kong		1,6		
Japan (JPY)		7,8		4,4
New Zealand (NZD)		0,1		0,1
Singapore (SGD)		0,5		0,2
Sør-Korea		1,7		
Taiwan		1,2		
<b>Sum Asia / Oseania</b>	<b>15,0</b>	<b>15,4</b>	<b>5,0</b>	<b>4,9</b>

<sup>16</sup>

Aksjar utgjør 40 prosent av den strategiske referanseporteføljen, mens renteberende instrument utgjør 60 prosent.<sup>16</sup> Innanfor aksjedelen av referansen utgjør aksjar noterte på børser i Europa 50 prosent, Amerika/Afrika 35 prosent og Asia/Oseania 15 prosent. Innanfor rentedelen er fordelinga 60 prosent i Europa, 35 prosent i Amerika og 5 prosent i Asia/Oseania.

Aktivaklasse- og regionvektene blir heile tida endra som følgje av endringar i marknadsprisane på dei papira som er med i referanseporteføljen. Dei månadlege tilførslane til Pensjonsfondet skal brukast til å føre aktivaklasse- og regionvektene så langt tilbake mot dei opphavlege vektene som mogleg, men ikkje slik at det blir nødvendig å selje noko frå den eksisterande porteføljen. Dermed kan det også etter tilførsel av nye midlar bli noko forskjell mellom den strategiske referanseporteføljen omtalt ovanfor og den faktiske referanseporteføljen. Den siste er det løpande grunnlaget for risikostyringa og resultatmålinga i Pensjonsfondet.

Dersom den faktiske referanseporteføljen over tid ligg for langt frå den strategiske referanseporteføljen, blir full rebalansering utløyst. Det blei ikkje gjennomført slik rebalansering i tredje kvartal 2007.

Vektene i den faktiske referanseporteføljen den 30. september 2007 er viste i tabellen ovanfor. Vektene i rentereferansen gjeld den valutaen verdipapira lyder på. Det er derfor ikkje oppgitt partar for kvart land innanfor euroområdet.

## **2. Noregs Bank sine valutareservar - investeringsporteføljen**

Valutareservane skal kunne brukast til intervensjonar i valutamarknaden som ledd i gjennomføringa av pengepolitikken eller ut frå omsynet til finansiell stabilitet. Reservane er delte inn i ein pengemarknadsportefølje og ein investeringsportefølje. I tillegg er det med ein petrobufferportefølje som skal samle opp dei løpande kjøpa av valuta til Statens pensjonsfond – Utland. I Noregs Bank blir investeringsporteføljen og petrobufferporteføljen forvalta av Noregs Bank Investment Management (NBIM), mens pengemarknadsporteføljen blir forvalta av Noregs Bank Pengepolitikk (PPO).

Hovudstyret i Noregs Bank fastset retningslinjer for forvaltninga av valutareservane, og har delegert til sentralbanksjefen å gi utfyllande reglar. NBIM forvaltar investeringsporteføljen i samsvar med retningslinjer fastsette av hovudstyret og sentralbanksjefen. Hovudstyret sine retningslinjer er tilgjengelege på nettstaden til Noregs Bank. Hovudstyret vedtok 13. juni 2007 å utvide referanseporteføljen for aksjar til også å omfatte segmentet for små, børsnoteerte selskap (jf tilsvarande vedtak for SPU). Endringa blei gjennomført 31. august 2007.

Hovudstyret har fastsett felles retningslinjer for utøving av eigarskap i valutareservane og Statens pensjonsfond - Utland, og vidare at selskap som Finansdepartementet har vedteke

---

<sup>16</sup> Når innfasing av auka aksjedel er gjennomført (jf. omtale i eiga ramme), vil den strategiske referanseporteføljen ha 60 prosent aksjar og 40 prosent renteberende instrument.

å trekkje ut frå pensjonsfondet også skal trekkjast ut frå valutareservane. Vedlegg 2 pkt. 4 gir ei samla oversikt over dei selskapa som er trekte ut frå investeringsuniverset.

Den strategiske referanseporteføljen for Investeringsporteføljen er sett saman av FTSEs aksjeindeksar for store og mellomstore selskap i 27 land og av Lehman Global Aggregates renteindeksar i valutaene til 21 land. Aksjar utgjer 40 prosent av den strategiske referanseporteføljen, mens renteberande instrument utgjer 60 prosent. Innanfor aksjedelen av referansen utgjer aksjar noterte på børsar i Europa 50 prosent, Amerika /Afrika 35 prosent og Asia/Oseania 15 prosent. Innanfor rentedelen er fordelinga 60 prosent i Europa, 35 prosent i Amerika og 5 prosent i Asia/Oseania.

Vektene i den faktiske referanseporteføljen den 30. september 2007 er viste i tabellen nedanfor. Vektene i rentereferansen gjeld den valutaen verdipapira lyder på. Det er derfor ikkje oppgitt partar for kvart land innanfor euroområdet.

**Referanseportefølje pr 30. september 2007 (prosent)**

Land for aksjereferansen Valuta for rentereferansen	Aksjar		Renteinstrument	
	Strategisk referanseportefølje	Faktisk referanseportefølje	Strategisk referanseportefølje	Faktisk referanseportefølje
<b>Vekt aktivaklassar</b>	<b>40,0</b>	<b>42,6</b>	<b>60,0</b>	<b>57,4</b>
Belgia		0,8		
Finland		1,3		
Frankrike		7,9		
Hellas		0,6		
Irland		0,6		
Italia		3,0		
Nederland		2,8		
Portugal		0,3		
Spania		3,3		
Tyskland		6,1		
Austerrike		0,5		
<i>Euro-området (EUR)</i>		27,0		48,4
Storbritannia (GBP)		15,8		10,2
Danmark (DKK)		0,8		0,6
Sveits (CHF)		4,7		0,5
Sverige (SEK)		2,1		1,2
<b>Sum Europa</b>	<b>50,0</b>	<b>50,4</b>	<b>60,0</b>	<b>60,9</b>
USA (USD)		29,7		31,9
Brasil		0,9		
Canada (CAD)		2,5		2,2
Mexico		0,4		
Sør-Afrika		0,6		
<b>Sum Amerika / Afrika</b>	<b>35,0</b>	<b>34,1</b>	<b>35,0</b>	<b>34,1</b>
Australia (AUD)		2,7		0,2
Hong Kong		1,6		
Japan (JPY)		7,7		4,5
New Zealand (NZD)		0,1		0,1
Singapore (SGD)		0,5		0,2
Sør-Korea		1,8		
Taiwan		1,3		
<b>Sum Asia / Oseania</b>	<b>15,0</b>	<b>15,6</b>	<b>5,0</b>	<b>5,0</b>

### 3. Statens petroleumsforsikringsfond

Etter lova om Statens petroleumsforsikringsfond står Noregs Bank for den operative forvaltninga. Mandatet for forvaltninga er presisert i forskrift og skriftlege retningslinjer frå Olje- og Energidepartementet. Det er dessutan inngått ein forvaltningsavtale som ytterlegare regulerer forholdet mellom departementet som oppdragsgivar og Noregs Bank som operativ forvaltar. Retningslinjer og forvaltningsavtale er tilgjengelege på nettstaden til Noregs Bank.

1. Olje- og energidepartementet har fastsett ein strategisk referanseportefølje for fondet. Denne referanseporteføljen er samansett av 50 prosent euro, 15 prosent britiske pund og 35 prosent amerikanske dollar. Referanseindeksen er samansett av Lehman Global Aggregate Treasury (statsobligasjonsindeksar) for dei tre valutaene, og eit pengemarknadsinnskot for å vekte renterisikoen målt ved modifisert durasjon i kvar valuta til 4. I løpet av året varierer valutavektene med marknadsutviklinga, men blir ved inngangen til juli måned kvart år sett tilbake til dei strategiske valutavektene.

Tabellen nedanfor viser valutavektene i den strategiske og faktiske referanseporteføljen for fondet pr. 30. september 2007.

#### *Referanseporteføljen pr 30. september 2007 (prosent)*

Valuta	Strategisk referanseportefølje	Faktisk referanseportefølje
Euro	50,0	50,9
GBP	15,0	14,9
USD	35,0	34,2
<b>Sum</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>

### 4. Selskap som er trekte ut frå investeringsuniverset

Finansdepartementet har i samsvar med dei etiske retningslinjene for Statens pensjonsfond – Utland avgjort at til saman 21 selskap er trekte ut frå fondets investeringsunivers. Avgjerdene er baserte på tilrådingar frå Etikkrådet. Bakgrunnen for uttrekka er nærare omtalt i pressemeldingar frå departementet. Tilrådingane frå Rådet er gitt att på [www.etikkradet.no](http://www.etikkradet.no). Tabellen nedanfor gir ei oversikt over dei selskapa som er trekte ut frå fondet. Dei same selskapa er også trekte ut frå investeringsuniverset til Noregs Bank sine valutaeservar.

**Selskap som Finansdepartementet har trekt frå investeringsuniverset pr. 30. september 2007<sup>17</sup>**

Dato	Årsak	Selskap
26. april 2002	Produksjon av antipersonell landminer	Singapore Technologies, Singapore
31. august 2005	Produksjon av sentrale komponentar til klasebomber	Alliant Techsystems Inc., U.S.A. EADS Company N.V., Nederland <sup>18</sup> EADS Finance B.V., Nederland <sup>19</sup> General Dynamics Corporation, U.S.A. L-3 Communications Holdings Inc., U.S.A. Lockheed Martin Corporation, U.S.A. Raytheon Company, U.S.A. Thales SA, Frankrike
31. desember 2005	Involvert i produksjon av kjernevåpen	BAE Systems Plc, Storbritannia Boeing Company, U.S.A. Finmeccanica SpA, Italia Honeywell International Inc., U.S.A. Northrop Grumman Corp., U.S.A. Safran SA, Frankrike United Technologies Corp., U.S.A.
31. mai 2006	Grove eller systematiske krenkingar av menneskerettane	Wal-Mart Stores Inc Wal-Mart de Mexico S.A
31. mai 2006	Alvorleg miljøskade	Freeport McMoRan Copper and Gold Inc
30. november 2006	Produksjon av klasevåpen	Poongsan Corporation, Sør-Korea
31. mars 2007	Skadar på miljøet	DRD Gold Limited, Sør-Afrika

### **Vedlegg 3: Metodegrunnlag for utrekning av avkastning og transaksjonskostnader**

Avkastningsutrekningane følgjer internasjonalt respekterte standardar. Alle finansielle instrument blir verdsette til marknadsprisar og hovudregelen er at prisane frå

<sup>17</sup> Selskapet KerrMcGee (no fusjonert med Anadarko Petroleum) blei utelukka frå fondet sommaren 2005 fordi selskapets leiteverksemd i det okkuperte Vest-Sahara blei vurdert å utgjere eit særleg grovt brot på grunnleggjande etiske normer. Selskapet avslutta denne aktiviteten våren 2006, og på bakgrunn av ei ny vurdering frå Etikkrådet avgjorde Finansdepartementet 30. juni 2006 å ta selskapet inn att i fondets investeringsunivers.

<sup>18</sup> EADS har i brev av 21. mars 2006 til Noregs Bank opplyst at selskapet ikkje lenger har investeringar i produksjon av klasevåpen. Finansdepartementet kunngjorde 10. mai 2006 at Etikkrådet har revurdert grunngevinga for uttrekk av EADS. Departementet har avgjort å følgje tilrådinga frå rådet om å oppretthalde uttrekket av EADS frå investeringsuniverset med grunngevinga at selskapet medverkar til produksjon av sentrale komponentar til kjernevåpen.

indeksleverandøren blir brukte for papir som er med i referanseindeksane<sup>19</sup>. For aksjar og rentepapir som ikkje er med i referanseindeksen blir Bloomberg brukt som prisingskjelde. I tillegg blir somme rentederivat prisa av prisleverandøren Reech i tillegg til at for enkelte aksjemarknader bruker ein prisar direkte frå dei lokale børsane. I utrekningane er rentekostnader/-inntekter, aksjeutbyte og kjeldesatt periodiserte. For inngåtte, ikkje oppgjorde transaksjonar, bruker ein handledato for periodisering.

Innbetalningar til Fondet og overføringar mellom aksje- og renteporteføljane blir gjorde siste vrykedag i kvar månad. Avkastninga for kvar månad kan då reknast ut ved å sjå på månadlege endringar i marknadsverdi, justert for inn- og utbetalningar. For lengre periodar, som kvartals-, års- og til no i år avkastning, blir geometrisk avkastning brukt. Det vil seie at avkastningsindeksane for kvar delperiode blir multipliserte. Denne avkastninga er såleis ei tidsvekta avkastning av avkastninga dei enkelte månadene.

Avkastninga blir rekna ut både i norske kroner og i lokal valuta. Avkastninga i norske kroner blir rekna ut på grunnlag av marknadsverdiar i lokal valuta rekna om til norske kroner ved å bruke WM/Reuters valutakursar<sup>20</sup>.

Avkastninga målt i lokal valuta kjem fram ved å kalkulere den geometriske differansen mellom fondsavkastninga målt i norske kroner og avkastninga for valutakorga. Innhaldet i valutakorga tilsvarer referanseporteføljens valutavekter og avkastninga fortel kor mykje krona har styrkt/svekt seg målt mot valutafordelinga i referanseporteføljjen. Differanseavkastninga kjem fram som ein aritmetisk differanse mellom den faktiske porteføljjen og referanseporteføljjen.

Avkastningsutrekningane blir utførte i eit eige system som blir avstemt mot rekneskapsystemet. Avvik i marknadsverdi mellom avkastningsmodellane og rekneskapsystemet førekjem i hovudsak på grunn av ulike vurderingsprinsipp for pengemarknads plasseringar. I rekneskapsystemet blir det dessutan gjort avsetningar til dekking av godtgjeringskostnader til Noregs Bank attåt opptente ikkje innbetalte inntekter frå utlån av verdipapir.

Noregs Bank estimerer transaksjonskostnader ved innføring av nye midlar til Statens pensjonsfond - Utland. Nye midlar blir overførte til fondet i form av kontantar. Når midlane blir investerte i verdipapir (aksjar og obligasjonar), vil ein dra på seg både direkte og indirekte kostnader. I tråd med vanleg marknadspraksis er det frå og med 2005 valt ein modell der direkte og indirekte transaksjonskostnader blir rekna ut kvar for seg. Indirekte transaksjonskostnader har tre hovudkomponentar; likviditetskostnader, marknadspåverknader og alternativkostnader. Noregs Bank sin modell reknar ut transaksjonskostnadene i renteporteføljjen ved full "bid-ask spread". Indirekte transaksjonskostnader i aksjeporteføljjen blir estimerte ved StockFactsPro®. Marknadspåverknad i rentemarknaden er ein funksjon av sektor, marknadsforhold, transaksjonsstorleik, storleik på utferda lån og likviditeten til utferdar. I dei fleste tilfelle kan tilskota frå desse variablane neglisjerast.

---

<sup>19</sup> Lehman Global Aggregate (LGA) og FTSE for høvesvis renter og aksjar.

<sup>20</sup> WM/Reuter Closing Spot Rates, blir fastsett klokka 16:00 London tid.



#### **Vedlegg 4: Marknadsrisiko**

Finansdepartementet si grense for relativ marknadsrisiko i forvaltninga av Fondet er sett i forhold til risikomålet *forventa relativ volatilitet*. Målet er definert som forventa verdi av standardavviket til differansen mellom den årlege avkastninga på dei faktiske investeringane og avkastninga på referanseporteføljen. Når avvika frå referanseporteføljen er avgrensa ved ei øvre grense for forventa relativ volatilitet, vil den faktiske avkastninga med høgt sannsyn variere innanfor eit band rundt avkastninga på referanseporteføljen. Dess lågare ein set grensa for marknadsrisiko, dess snevrare blir bandet. Gitt ein forventa relativ volatilitet på 1,5 prosentpoeng eller 150 basispunkt vil faktisk avkastning på porteføljen i to av tre år venteleg avvike med mindre enn 1,5 prosentpoeng frå referanseavkastninga.

#### **Vedlegg 5: Om Noregs Bank Investment Management (NBIM)**

Noregs Bank Investment Management (NBIM) er eit eige verksemdsområde i Noregs Bank. Leiaren for NBIM rapporterer til sentralbanksjefen. Hovudstyret har det overordna ansvaret for verksemda i Noregs Bank (jf. organisasjonskartet). Representantskapet er bankens tilsynsorgan og vedtek budsjettet for banken. Noregs Banks revisjon rapporterer til representantskapet og utfører den løpande revisjonen av kapitalforvaltninga. Riksrevisjonen har ansvaret for den overordna revisjonen av Statens pensjonsfond – Utland og Statens petroleumsforsikringsfond og byggjer arbeidet sitt på blant anna materialet frå Noregs Banks revisjon.

Hovudstyret har det overordna ansvaret for verksemda i Noregs Bank. Det har sju medlemmer, alle oppnemnde av Kongen. Representantskapet, som har femten medlemmer oppnemnde av Stortinget, er bankens tilsynsorgan og vedtek budsjettet for banken. Noregs Banks revisjon rapporterer til representantskapet og utfører den løpande revisjonen av kapitalforvaltninga. Noregs Banks valutareservar og Statens pensjonsfond – Utland er med i årsrekneskapen for Noregs Bank som blir revidert av Noregs Banks revisjon.

Hovudstyret fastset hovudrammer for verksemda i NBIM gjennom strategiplanar. Strategiplanen er treårig og blir revurdert kvart andre år. Ein ny strategiplan for utvikling av kapitalforvaltninga fram til 2010 blei fastsett av hovudstyret i byrjinga av 2007. I løpet av planperioden kan kapital under forvaltning i Noregs Bank auke vesentleg, samtidig som det kan bli aktuelt å investere i nye aktivaklassar som fast eigedom og unoterte aksjar. Hovudmåla i planen er å skape store meirverdiar ved aktiv forvaltning av statens og Noregs Banks finansformue i utlandet, verne om dei langsiktige finansielle interessene til eigarane ved aktiv selskapsstyring og setje ut i livet eigarane sin strategi for forvaltninga på ein kostnadseffektiv, trygg og tillitvekkjande måte. Bak måla for verksemda ligg ei erkjenning av at Noregs Bank forvaltar store midlar for det norske samfunnet, noko som også går fram av føremål, visjon, målsettingar og verdiar for verksemda.

NBIM følgjer ein definert investeringsfilosofi for å nå måla om meiravkastning. Investeringsfilosofien er basert på at meiravkastninga skal oppnåast ved eit stort tal enkeltavgjerder som er mest mogleg innbyrdes uavhengige, framfor store strategiske enkeltavgjerder. Ansvaret for å ta avgjerder er delegert til enkeltpersonar i form av

konkrete investeringsmandat og til eksterne forvaltningsorganisasjonar. Også for dei eksterne forvaltningsoppdraga er det definert klare mål og avgrensingar. Investeringsfilosofien er omtalt nærare i temaartiklar i årsmeldingane for 2003 og 1999.

Forvaltninga skal drivast trygt med stor vekt på gode rutinar for intern kontroll og utan vesentlege brot på oppdragsgivarane sine retningslinjer. Organisasjonen skal drivast kostnadseffektivt og lønnsamt. Leiarressursane skal innrettast mot kjerneaktivitetar, og kjøp av eksterne tenesteleveransar skal vurderast for alle andre aktivitetar.

NBIM er organisert ved eigne forretningsområde for høvesvis aksje- og renteforvaltning. Leiarane for desse områda (Chief Investment Officer) har innanfor sin del av forvaltninga ansvar for alle porteføljeinvesteringar og resultat, strategisk planlegging og kostnadsstyring. I kvart av forretningsområda er det ein Chief Operating Officer med ansvar for støtte- og analysefunksjonar, transaksjonsgjennomføring og IT-system. Desse rapporterer både til dei respektive leiarane for forretningsområda, og til leieren for NBIM. Ei eiga avdeling har ansvar for utøving av eigarskap (corporate governance). I tillegg har NBIM avdelingar som organisatorisk er utanfor og uavhengige av forretningsområda med direkte rapportering til leiar av NBIM. Ansvarsområdet til Chief Financial Officer omfattar risikomåling, avkastningsmåling, rekneskapsføring, kontroll med investeringsretningslinjer, forhandling av juridiske avtalar, personalpolitikk, IT-policy og administrative fellesfunksjonar. NBIM har oppretta ei prosjektavdeling som skal planleggje eventuelle investeringar i dei internasjonale egedomsmarknadene. Finansdepartementet avgjer om eventuelle investeringar i eigedom på eit seinare tidspunkt. Ved utgangen av tredje kvartal 2007 hadde NBIM i alt 171 fast tilsette.

