

NBIM forvaltningsrapport

1. kvartal 2008

Statens pensjonsfond – Utland

Norges Banks valutareserver

- Investeringsporteføljen
- Petrobufferporteføljen

Statens petroleumsforsikringsfond

Norges Bank

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

Oslo, 23. mai 2008

Norges Bank Investment Management

08/200

ISSN 0809-9650

Innholdsfortegnelse

1	Innledning og hovedtall	3
2	Markedsutviklingen	8
3	Statens pensjonsfond – Utland	12
4	Norges Banks valutareserver	24
	• Investeringsporteføljen	
	• Petrobufferporteføljen	
5	Statens petroleumsforsikringsfond	31
6	Regnskapsrapportering	34

Vedlegg:

- Referanseportefølje
- Selskaper som er utelukket fra investeringsuniverset

1 Innledning og hovedtall

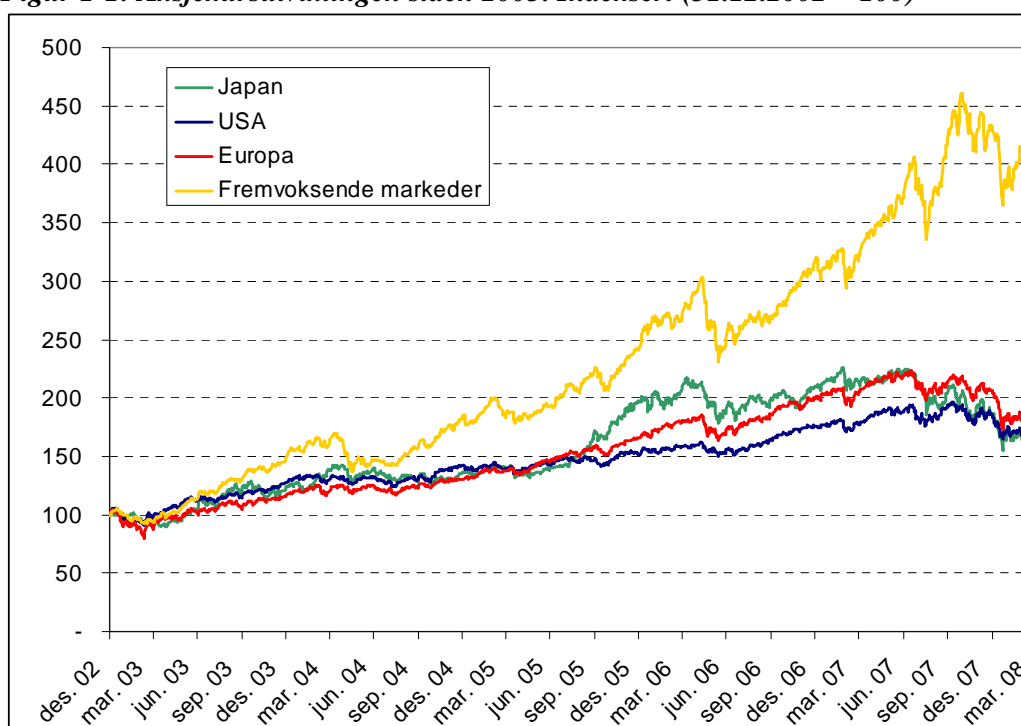
Internasjonal finansuro

Første kvartal 2008 var fortsatt preget av finansuroen som begynte med problemer i boliglånmarkedet i USA tidlig i 2007, og som senere utviklet seg til en mer omfattende global tillits- og likviditetskrise. Både rentemarkedene og aksjemarkedene var påvirket av disse forholdene. Selv om statsobligasjoner hadde en positiv utvikling, ble rentemarkedene generelt preget av en betydelig utvidelse av rentedifferansene mellom selskapskreditter og statsobligasjoner. Aksjemarkedene falt kraftig i første kvartal, særlig i Japan og i Europa.

Kursnedgangen i de internasjonale aksjemarkedene i første kvartal 2008 førte til negativ avkastning for både Statens pensjonsfond – Utland og investeringsporteføljen i Norges Banks valutareserver. De to fondene hadde en avkastning målt i en internasjonal valutakurv på henholdsvis -5,6 prosent og -4,9 prosent. Statens petroleumsforsikringsfond, som bare investeres i renteinstrumenter, hadde en avkastning på 2,4 prosent.

Fra inngangen til 2003 har aksjemarkedene i Europa, USA og Japan steget med henholdsvis 75, 67 og 55 prosent målt ved FTSEs aksjeindekser (jf. figur 1-1). En børskursindeks bestående av 24 fremvoksende markeder har i samme periode økt med 386 prosent.

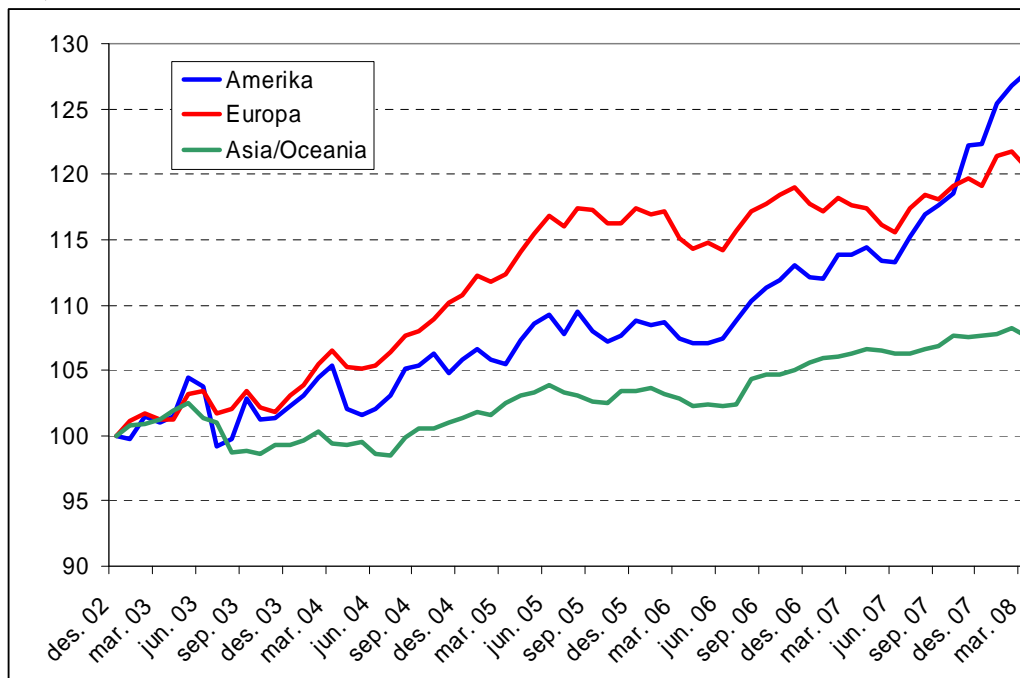
Figur 1-1: Aksjekursutviklingen siden 2003. Indeksert (31.12.2002 = 100)



Avkastningen i de internasjonale obligasjonsmarkedene var svakt positiv i første kvartal 2008. Figur 1-2 viser avkastningen i statsobligasjonsmarkedene siden 2003 målt ved utviklingen i Lehman Global Aggregates indekser. Indeksene for Europa,

Amerika og Asia/Oseania har steget med henholdsvis 20,6 prosent, 27,7 prosent og 7,7 prosent i perioden.

Figur 1-2: Utviklingen i obligasjonsmarkedene siden 2003. Indeksert (31.12.2002 = 100)



Avkastning -5,6 prosent i Statens pensjonsfond – Utland

I første kvartal 2008 var periodeavkastningen til Statens pensjonsfond – Utland -5,62 prosent målt i internasjonal valuta.¹ Avkastningen i aksje- og renteporteføljen var henholdsvis -12,67 og 0,87 prosent. Avkastningen til fondets portefølje var 0,81 prosentpoeng lavere enn avkastningen til referanseporteføljen som er fastsatt av Finansdepartementet. Markedsverdien ved utgangen av kvartalet var 1 945,8 milliarder kroner.

Avkastning -4,9 prosent i investeringsporteføljen

I første kvartal 2008 var periodeavkastningen til investeringsporteføljen i Norges Banks valutareserver -4,94 prosent målt i internasjonal valuta. Avkastningen i aksje- og renteporteføljen var henholdsvis -12,99 og 0,78 prosent. Avkastningen til fondets portefølje var 1,01 prosentpoeng lavere enn avkastningen til referanseporteføljen som er fastsatt av hovedstyret i Norges Bank. Markedsverdien ved utgangen av kvartalet var 198,9 milliarder kroner.

Avkastning 2,4 prosent i Statens petroleumsforsikringsfond

I første kvartal 2008 var periodeavkastningen til Statens petroleumsforsikringsfond 2,41 prosent målt i internasjonal valuta. Avkastningen til fondets portefølje var 0,03 prosentpoeng høyere enn avkastningen til referanseporteføljen som er fastsatt av Olje- og energidepartementet. Markedsverdien ved utgangen av kvartalet var 14,1 milliarder kroner.

¹ Dvs. målt i den valutakurven som tilsvarer sammensetningen av fondets referanseportefølje.

Samlet kapital under forvaltning 2 169 milliarder kroner

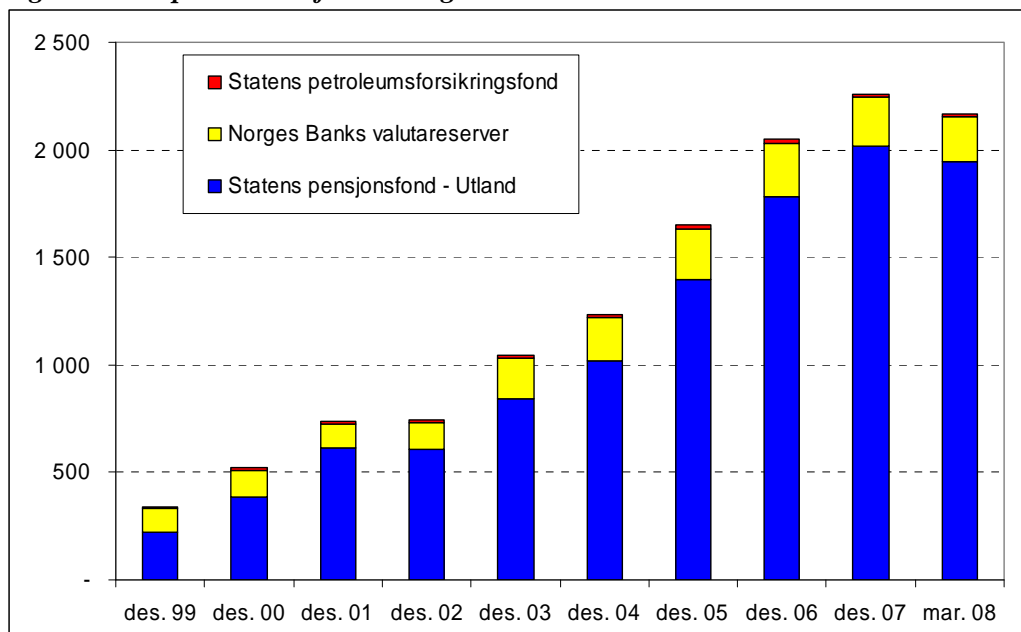
I første kvartal 2008 ble det tilført 88,1 milliarder kroner til Statens pensjonsfond – Utland. Negativ avkastning av de investerte midlene reduserte verdien med 114,8 milliarder kroner, og en sterkere kronkurs i forhold til investeringsvalutaene reduserte markedsverdien med 46,1² milliarder kroner. Markedsverdien til Statens pensjonsfond – Utland var 1 946 milliarder kroner ved utgangen av første kvartal 2008, og samlet kapital under forvaltning i NBIM var 2 169 milliarder kroner (jf. tabell 1-1 og figur 1-3).

Tabell 1-1: Avkastning (prosent) i første kvartal 2008 og markedsverdi (milliarder kroner) per 31. mars 2008

	Avkastning målt i internasjonal valuta		Avkastning målt i norske kroner			Markedsverdi
	Faktisk portefølje	Referanseportefølje	Faktisk portefølje	Referanseportefølje	Mer-avkastning	
Statens pensjonsfond - Utland	-5,62	-4,79	-7,83	-7,02	-0,81	1 945,8
Investeringsporteføljen	-4,94	-3,91	-7,06	-6,04	-1,01	198,9
Statens petroleumsforsikringsfond	2,41	2,38	-0,06	-0,09	0,03	14,1
Totalt						2 168,6 *

*) I totaltallet inngår markedsverdien av petrobufferporteføljen per 31. mars 2008 (9,8 milliarder kroner).

Figur 1-3: Kapital under forvaltning. Milliarder kroner



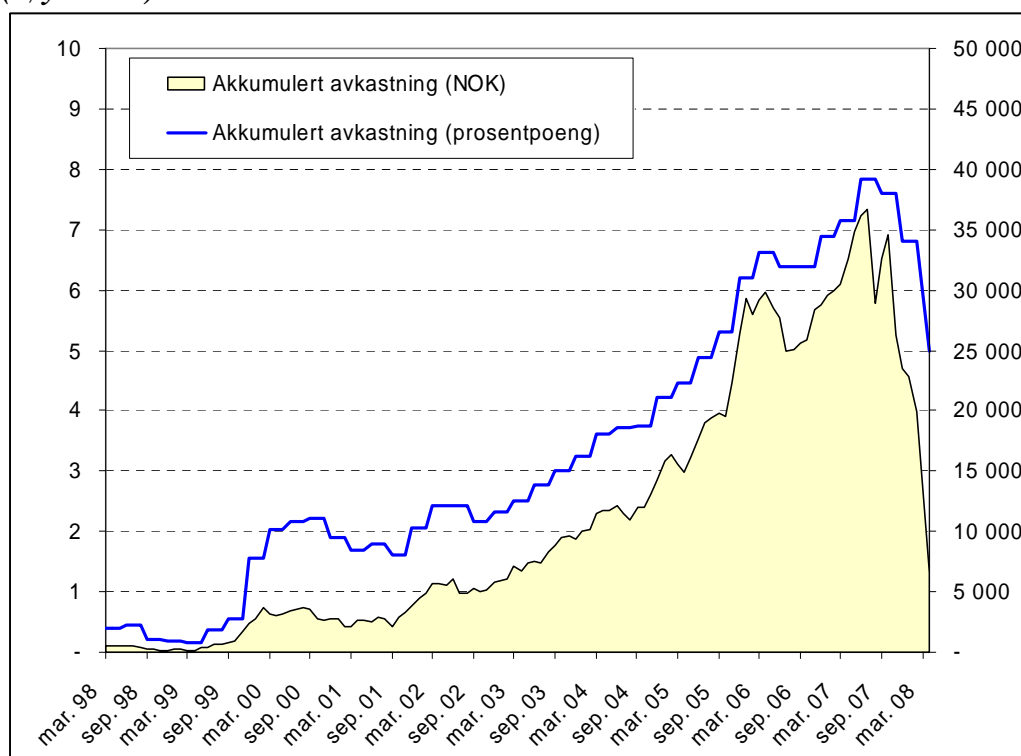
² Valutakurseffekten i avkastningsmålingen er beregnet med utgangspunkt i referanseporteføljens valutassammensetning ved inngangen til hver måned og tilhørende valutakursendringer. Den regnskapsmessige valutakursreguleringen er beregnet med utgangspunkt i fondets faktiske sammensetning. Inntekter og kostnader er omregnet etter kursen på transaksjonstidspunktet, og eiendeler og gjeld er omregnet til gjeldende markedskurs ved slutten av måneden. Denne størrelsen vil være forskjellig fra den beregnede valutakurseffekten i avkastningsmålingen.

Mindreavkastning i første kvartal

Forvaltningen i NBIM måles mot referanseporteføljer fastsatt av oppdragsgiverne. Et viktig mål for forvaltningen er over tid å oppnå noe høyere avkastning på de faktiske porteføljene enn på referanseporteføljene. I første kvartal 2008 var det mindreavkastning i både Statens pensjonsfond – Utland og i investeringsporteføljen med henholdsvis 0,81 og 1,01 prosentpoeng (jf. tabell 1-1). Mindreavkastningen utgjorde 19,1 milliarder kroner i den samlede forvaltningen.

Siden etableringen av NBIM i januar 1998, har akkumulert meravkastning i Pensjonsfondet vært 5,0 prosentpoeng. Dette tilsvarer en årlig meravkastning på 0,30 prosentpoeng. Figur 1-4 viser akkumulert meravkastning målt i prosentpoeng og i norske kroner i denne perioden. Ettersom kapital under forvaltning har økt raskt, vil de siste årene gi større utslag målt i kronebeløp enn de første årene. Det samlede bidraget i perioden er positivt med 6,6 milliarder kroner (skravert gult felt i figuren).

Figur 1-4: Akkumulert brutto meravkastning i Statens pensjonsfond – Utland fra 1. januar 1998 til 31. mars 2008. Prosentpoeng (venstre akse) og millioner kroner (høyre akse)



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

Tabell 1-2: Avkastning målt i norske kroner og risiko per 31. mars 2008. Annualisert

	Siste 2 år	Siste 3 år	Siste 5 år	Siste 7 år	Siden 1.1.1998
Statens pensjonsfond – Utland					
Porteføljeavkastning i prosent	-3,27	1,42	5,01	0,95	3,94
Referanseavkastning i prosent	-2,71	1,47	4,84	0,72	3,64
Meravkastning i prosentpoeng	-0,57	-0,05	0,17	0,23	0,30
Standardavvik i prosent	8,15	7,88	8,65	8,75	8,41
Relativ volatilitet i prosentpoeng	0,69	0,65	0,53	0,47	0,47
Informasjonsrate	-0,82	-0,07	0,32	0,49	0,64
Investeringsporteføljen					
Porteføljeavkastning i prosent	-3,29	0,66	3,18	1,28	3,74
Referanseavkastning i prosent	-2,21	1,31	3,47	1,39	3,80
Meravkastning i prosentpoeng	-1,08	-0,65	-0,29	-0,11	-0,06
Standardavvik i prosent	8,17	7,67	8,22	7,55	7,20
Relativ volatilitet i prosentpoeng	0,73	0,62	0,51	0,45	0,41
Informasjonsrate	-1,49	-1,05	-0,56	-0,23	-0,14
Statens petroleumsforsikringsfond					
Porteføljeavkastning i prosent	0,26	0,78	2,38	3,06	2,65
Referanseavkastning i prosent	0,15	0,67	2,26	2,93	2,56
Meravkastning i prosentpoeng	0,11	0,11	0,13	0,13	0,09
Standardavvik i prosent	7,92	7,03	7,60	6,98	6,65
Relativ volatilitet i prosentpoeng	0,11	0,09	0,09	0,09	0,15
Informasjonsrate	1,02	1,17	1,47	1,54	0,58
<ul style="list-style-type: none"> • Ved beregning av avkastning på faktisk portefølje og referanseportefølje er det brukt månedlige avkastningstall som er kjedet sammen ved bruk av geometrisk metode. Tallene er i prosent og annualiserte. Meravkastningen er beregnet ved bruk av aritmetisk metode. • Standardavviket er et mål på svingningene i avkastningen/meravkastningen i en periode. Hvert månedlige avkastnings-/meravkastningstall sammenlignes med gjennomsnittet for perioden. Jo høyere standardavvik, desto høyere risiko og større svingninger i forhold til gjennomsnittet. • Relativ volatilitet er risikomål i kapitalforvaltning. Dette defineres som forventet verdi av standardavviket til forskjellen mellom den årlige avkastningen på de faktiske investeringene og avkastningen på referanseporteføljen. Når avvikene fra referanseporteføljen er avgrenset ved en øvre grense for forventet relativ volatilitet, vil den faktiske avkastningen med stor sannsynlighet variere innenfor et bånd rundt avkastningen på referanseporteføljen. Jo lavere man setter grensen for relativ risiko, desto snevrere blir båndet. Gitt en forventet relativ volatilitet på 1,5 prosentpoeng eller 150 basispunkter vil faktisk avkastning på porteføljen i to av tre år ventelig avvike med mindre enn 1,5 prosentpoeng fra referanseporteføljens avkastning. • Informasjonsraten (IR) er et mål på risikojustert avkastning. IR beregnes som forholdstallet mellom meravkastningen og den faktiske relative markedsrisikoen som porteføljen har hatt. IR antyder hvor høy meravkastning man har fått igjen for hver risikoenhet. 					

2 Markedsutviklingen

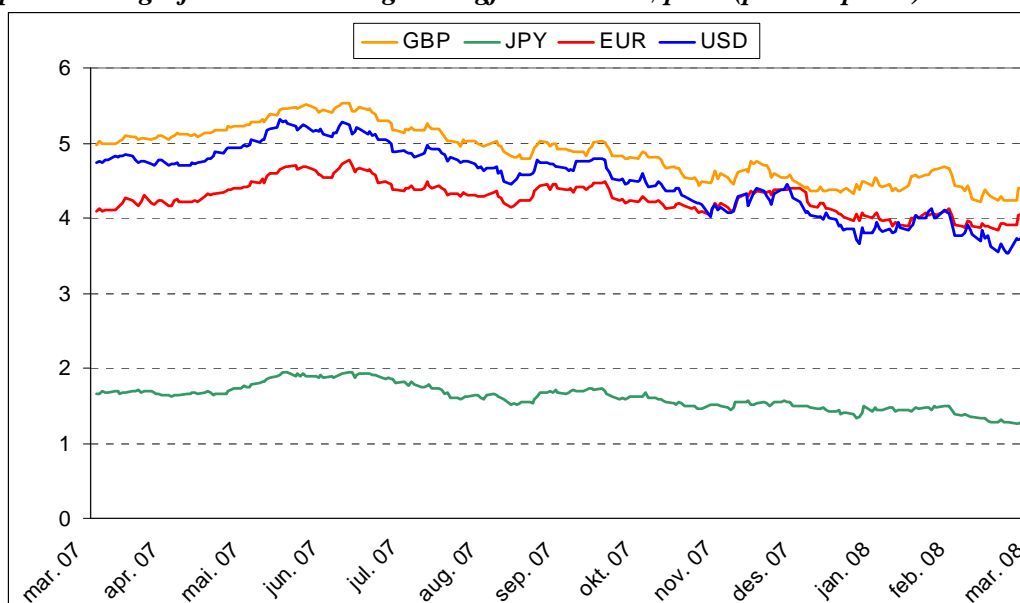
Markedsutviklingen i både aksje- og rentemarkedene ble dominert av den tiltagende krisen i det finansielle systemet. Forventningene til veksten i verdensøkonomien falt, særlig som følge av den negative utviklingen i USA. En kraftig økning i rentedifferansen mellom kredittpapirer og statsobligasjoner og nedjusteringer i inntjeningsestimaterne for mange bedrifter bidro til fall i aksjemarkedene.

I de store fremvoksende økonomiene var veksten fortsatt sterk, og markedene for en rekke råvarer var stramme. Høye råvarepriser og økende matvarepriser bidro til tiltagende inflasjon gjennom kvartalet.

Rentemarkedene

Det var nedgang i obligasjonsrentene i hovedmarkedene i første kvartal. Renten på statsobligasjoner med ti års løpetid falt med 0,52 prosentpoeng i USA, 0,34 prosentpoeng i euroområdet og 0,22 prosentpoeng i Japan. Etter at rentene nådde en topp sommeren 2007, har det vært et betydelig fall i nivåene (jf. figur 2.1).

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



De store fremvoksende økonomiene, Kina, India, Russland og Brasil, som har vært de raskest voksende de senere årene, viser fortsatt sterk vekst. Den kinesiske økonomien vokste 10,6 prosent i første kvartal på tross av en svakere veksttakt i eksporten. Det er imidlertid tegn til tiltagende inflasjon i alle disse markedene.

Den finansielle krisen som preget markedene i første kvartal, ble utløst sommeren 2007 av fallende boligpriser i USA og et kraftig fall i prisene på verdipapirer utstedt med sikkerhet i boliglån med lav kredittkvalitet. Krisen spredte seg raskt til en rekke andre instrumenter som helt eller delvis har sikkerhet knyttet til boliglån. I første kvartal 2008 førte en kombinasjon av store tap i mange finansinstitusjoner, strammere

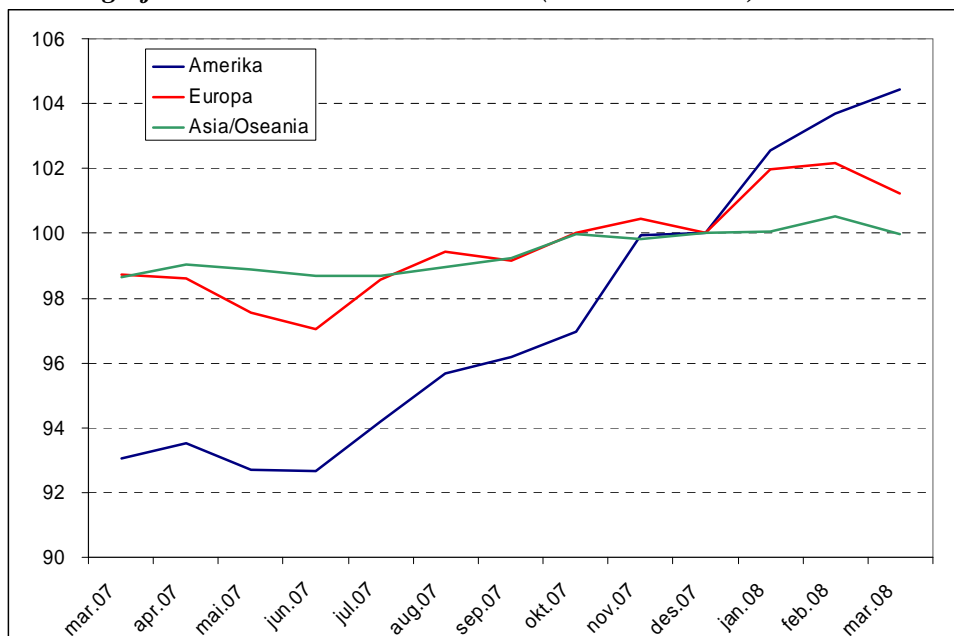
kredittforhold, redusert risikotagning og nedbygging av belånte posisjoner, samt stramme likviditetsforhold, til betydelig volatilitet i markedene.

I USA er det flere indikasjoner på at økonomien er inne i en periode med svært svak vekst. De reduserte vekstforventningene kan dels knyttes til at bankene har måttet stramme til vilkårene for kredittgivning. Samtidig peker fallende boligpriser, tiltagende ledighet og sviktende sentiment blant konsumentene i retning av lavere vekst, blant annet i industrien.

I Europa er tilgangen til kreditt også strammet til, dels som følge av at flere av de største europeiske bankene meldte om store tap i det amerikanske boliglånsmarkedet. De økonomiske utviklingstrekkene viste et sammensatt bilde i første kvartal. Indikatorer knyttet til konsumet har svekket seg, mens industriproduksjonen fortsatt har vist god vekst. De stramme kredittmarkedene, høye oljepriser og en sterk euro legger press på vekstforventningene for europeisk økonomi.

Utviklingen de siste tolv månedene i Lehman Global Aggregates statsobligasjonsindekser i hovedmarkedene vises i figur 2.2. I første kvartal var avkastningen i USA 4,43 prosent, i Europa 1,22 prosent og i Asia -0,01 prosent.

Figur 2-2: Verdiutviklingen for Lehman Global Aggregates statsobligasjonsindekser siste tolv måneder (31.12.2007=100)



De største bevegelsene gjennom kvartalet skjedde i markedet for selskapskreditter. Differansen mellom rentene på kredittobligasjoner og statsobligasjoner økte kraftig. Dette gjenspeiler til dels en høyere premie knyttet til selskapskreditter som følge av de svakere økonomiske utsiktene.

Det er også mulig at en nedbygging av lånefinansierte posisjoner i kredittpapirer gjennom kvartalet bidro vesentlig til den raske økningen i rentedifferansen. Rentedifferansene for papirer med høy kredittkvalitet nådde historisk høye nivåer i

kvartalet (jf. figur 2.3). Utviklingen skyldes trolig at investeringene i dette segmentet i særlig grad var lånefinansierte.

Markedet for kortsiktig likviditet mellom finansinstitusjonene forble anstrengt i første kvartal. En indikator på dette er differansen mellom renten bankene låner for fra hverandre, og renten på statspapirer. I dollarmarkedet har denne differansen holdt seg på et vedvarende meget høyt nivå siden krisen begynte sommeren 2007. Den amerikanske sentralbanken har søkt å dempe utviklingen og reduserte i løpet av første kvartal sin styringsrente fra 4,25 prosent til 2,25 prosent og åpnet for at banker og investeringsbanker kunne låne i sentralbanken med sikkerhet i papirer med lavere kvalitet enn tidligere.

Figur 2-3: Differansen mellom renten på kreditt*- og statspapirer i USA. Basispunkter



* Selskapsobligasjoner med kredittvurdering AAA fra Standard & Poor's

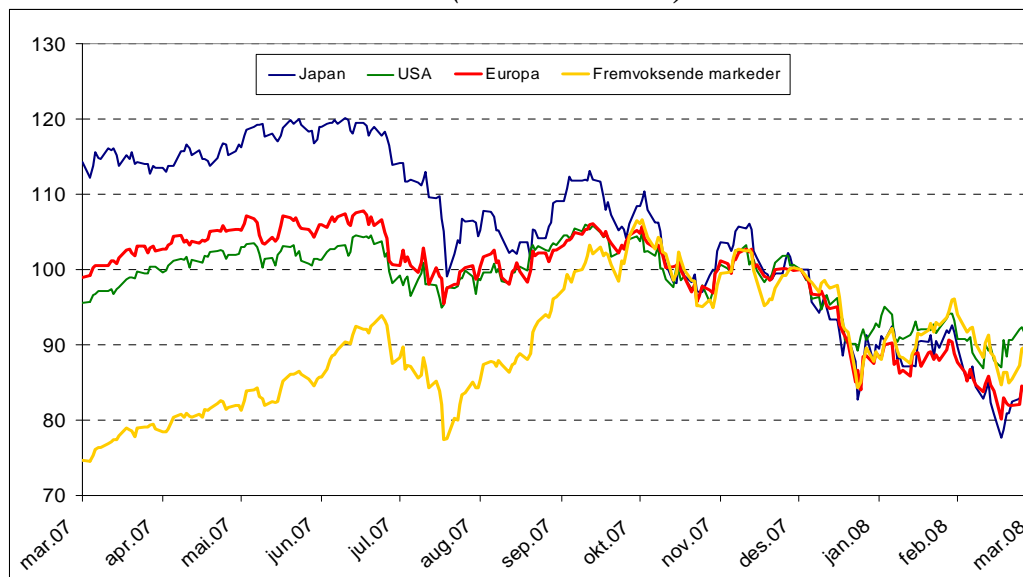
Aksjemarkedene

Aksjemarkedene falt betydelig i første kvartal. Målt i lokal valuta falt det japanske markedet hele 17,4 prosent, Europa 15,6 prosent og USA 9,8 prosent. Med unntak av fremvoksende markeder har alle hovedmarkedene dermed falt de seneste tolv månedene.

Markedet ble preget av at en rekke av de største bankene både i USA og Europa meldte om betydelige tap, og i flere tilfeller måtte de reise store beløp i ny egenkapital for å beholde sin soliditet. Krisen nådde et høydepunkt da Bear Stearns, den femte største investeringsbanken i USA, kollapset og ble overtatt av JP Morgan, etter først å ha blitt støttet midlertidig av den amerikanske sentralbanken.

Nedgangen i aksjemarkedene var likevel bredt basert på tvers av alle næringssektorer og falt sammen med at markedsaktørenes forventninger til inntjeningsveksten ble justert markert ned i mange selskaper.

Figur 2-4: Verdiutviklingen målt i lokal valuta i FTSE aksjeindekser i hovedmarkedene siste tolv måneder (31.12.2007 = 100)



Tabell 2-1 viser kursutviklingen i hovedsektorene og i de ti største undersektorene på FTSEs verdensindeks i første kvartal 2008. Råvaresektoren falt mindre enn øvrige sektorer. Det er en utvikling som faller sammen med sterk prisutvikling for flere råvarer og sterke resultater fra mange selskaper i denne sektoren.

Tabell 2-1: Avkastningen for FTSEs verdensindeks i første kvartal 2008 fordelt på næringssektorer (målt i prosent)

	USD	NOK	Valutakurv
Olje og gass	-9,06	-14,89	-12,85
– av dette utvinning og raffinering av olje og gass	-9,47	-15,28	-13,25
Råvarer	-1,72	-8,02	-5,82
Generell industri	-7,03	-12,99	-10,91
Forbruksvarer	-5,15	-11,23	-9,10
Helsetjenester	-7,77	-13,68	-11,61
– av dette farmasi og bioteknologi	-6,49	-12,49	-10,39
Forbrukstjenester	-9,44	-15,25	-13,22
– av dette detaljhandel	-9,00	-14,84	-12,80
– av dette medier	-10,45	-16,19	-14,19
Telekommunikasjon	-14,40	-19,88	-17,97
– av dette "fast linje" telekommunikasjon	-12,99	-18,57	-16,62
Energi og vannforsyning	-8,39	-14,26	-12,21
Finansielle tjenester	-10,19	-15,95	-13,94
– av dette banker	-10,42	-16,17	-14,16
– av dette forsikring	-6,56	-12,55	-10,46
– av dette øvrige finansielle tjenester	-16,96	-22,28	-20,42
Informasjonsteknologi	-13,23	-18,79	-16,85
– av dette programvare og tjenester	-12,90	-18,49	-16,54
– av dette maskinvare og IT-utstyr	-13,40	-18,96	-17,02
Total*	-8,54	-14,40	-12,35

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

3 Statens pensjonsfond – Utland

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

Finansdepartementet har delegert den operative forvaltningen av Statens pensjonsfond – Utland til Norges Bank. Mandatet for forvaltningen er presisert i forskrift og skriftlige retningslinjer fra departementet. Det er dessuten inngått en forvaltningsavtale som ytterligere regulerer forholdet mellom Finansdepartementet som oppdragsgiver og Norges Bank som operativ forvalter. Norges Bank skal etter forskriften søke å oppnå høyest mulig avkastning gitt de begrensninger som følger av forskriften. Finansdepartementet har fastsatt en strategisk referanseportefølje for fondet (jf. vedlegg I).

Hovedpunkter for første kvartal 2008

- Markedsverdi: 1 945,8 milliarder kroner per 31. mars
- Periodeavkastning målt i internasjonal valuta:³
 - Hele fondet: -5,62 prosent
 - Aksjeforvaltningen: -12,67 prosent
 - Renteforvaltningen: 0,87 prosent
- Mindreavkastning: 0,81 prosentpoeng
- Annualiserte forvaltningskostnader (eksklusive avkastningsavhengige honorarer): 0,08 prosent av kapital under forvaltning
- Tilførsel: 88,1 milliarder kroner

Fondets markedsverdi

Markedsverdien av fondet var ved utgangen av første kvartal 1 945,8 milliarder kroner. Verdien ble redusert med 72,8 milliarder kroner i løpet av kvartalet (jf. tabell 3-1). Det ble tilført nye midler fra Finansdepartementet tilsvarende 88,1 milliarder kroner.⁴ Negativ avkastning på investerte midler bidro til å redusere verdien med 114,8 milliarder kroner. Samtidig bidro en sterkere kronekurs i forhold til de valutaene som fondet er investert i til 46,1 milliarder kroner i lavere kroneverdi. Endring i kronekursen har imidlertid ingen betydning for porteføljens internasjonale kjøpekraft. Regnskapstall fremgår av kapittel 6.

Tabell 3-1: Statens pensjonsfond – Utland. Markedsverdi og endringer. Millioner kroner

	Aksjeforvaltningen	Renteforvaltningen	Totalt
31.3.2007	752 636	1 123 561	1 876 197
30.6.2007	819 466	1 120 018	1 939 484
30.9.2007	878 143	1 054 135	1 932 278
31.12.2007	957 895	1 060 749	2 018 643
Tilførsel			88 065
Avkastning			-114 826
Endring i kroneverdi			-46 068
31.3.2008	934 741	1 011 073	1 945 814*

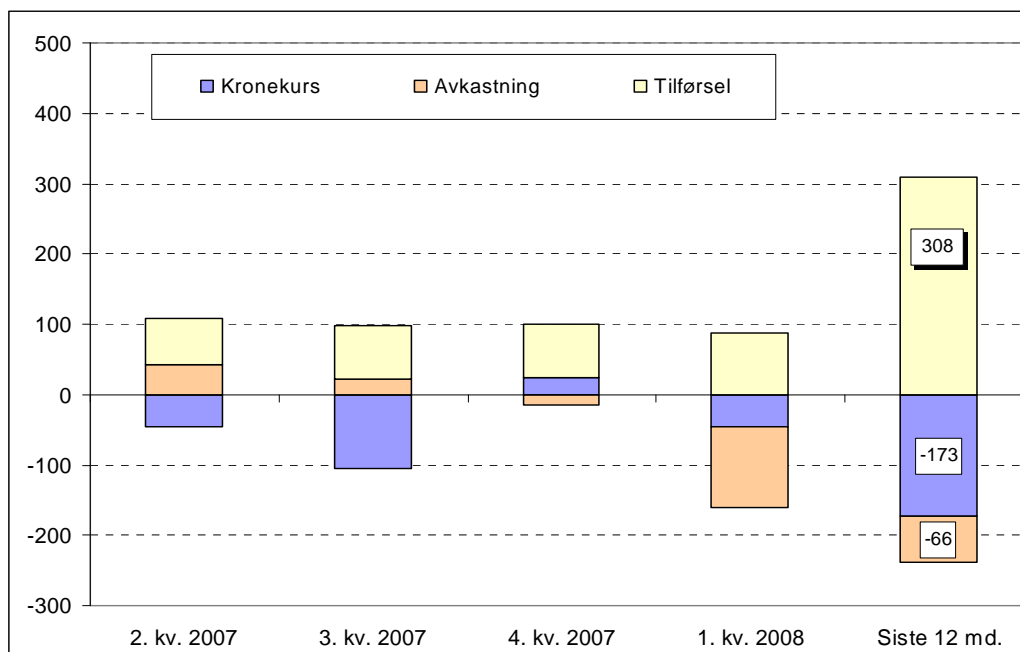
* Det er en forskjell i markedsverdi mellom avkastnings- og regnskapsrapportering per 31.3.2008. Dette skyldes forskjellig vurderingsmetode for pengemarkedsplasseringer.

³ Se fotnote 1 i kapittel 1.

⁴ Norges Banks forvaltningshonorar for 2007 på 1,8 milliarder kroner er trukket fra dette beløpet.

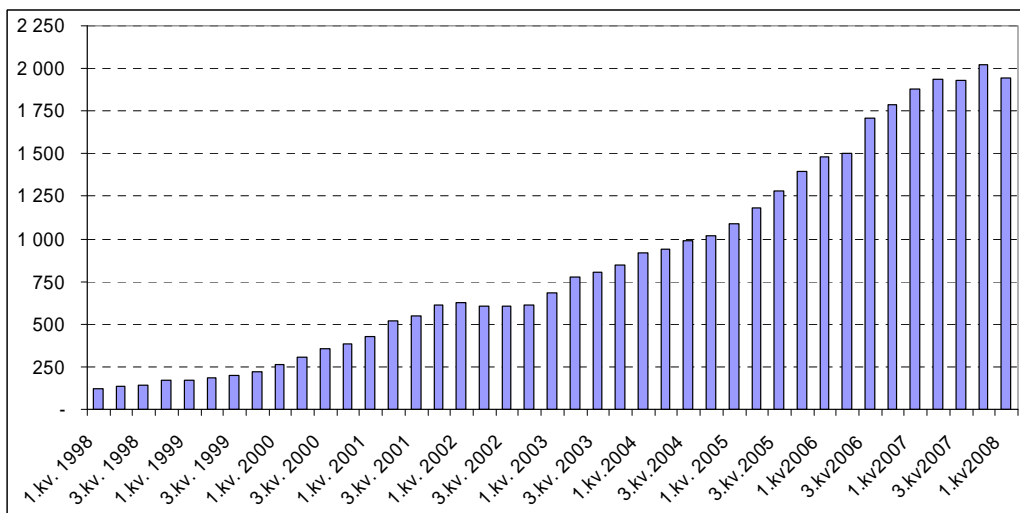
De siste tolv måneder har fondets markedsverdi økt med 70 milliarder kroner (jf. figur 3-1). Finansdepartementet har tilført 308 milliarder kroner, mens negativ avkastning målt i internasjonal valuta og sterkere kronekurs har bidratt til å redusere markedsverdien med henholdsvis 66 og 173 milliarder kroner.

Figur 3-1: Statens pensjonsfond - Utland. Endring i markedsverdi siste tolv måneder. Milliarder kroner



Fondets markedsverdi har økt med 1 832 milliarder kroner fra 1. januar 1998 (jf. figur 3-2). I løpet av disse årene er det tilført 1 797 milliarder kroner. Avkastningen målt i internasjonal valuta har økt verdien med 390 milliarder kroner, mens en sterkere krone i forhold til investeringsvalutaene har redusert fondets verdi med om lag 355 milliarder kroner.

Figur 3-2: Statens pensjonsfond – Utland. Markedsverdi 1998-2008. Milliarder kroner



Fondets avkastning

Fondet hadde i første kvartal 2008 en periodeavkastning på -5,62 prosent målt i internasjonal valuta (jf. tabell 3-2). Aksjeporteføljen hadde en avkastning på -12,67 prosent og renteporteføljen en avkastning på 0,87 prosent. Målt i norske kroner var totalavkastningen -7,83 prosent. Kronen har i løpet av kvartalet styrket seg i forhold til de valutaene som inngår i referanseporteføljen. Tabell 3-3 viser avkastningen i første kvartal 2008 mål mot ulike valutaer.

Tabell 3-2: Statens pensjonsfond – Utland. Periodeavkastning. Prosent

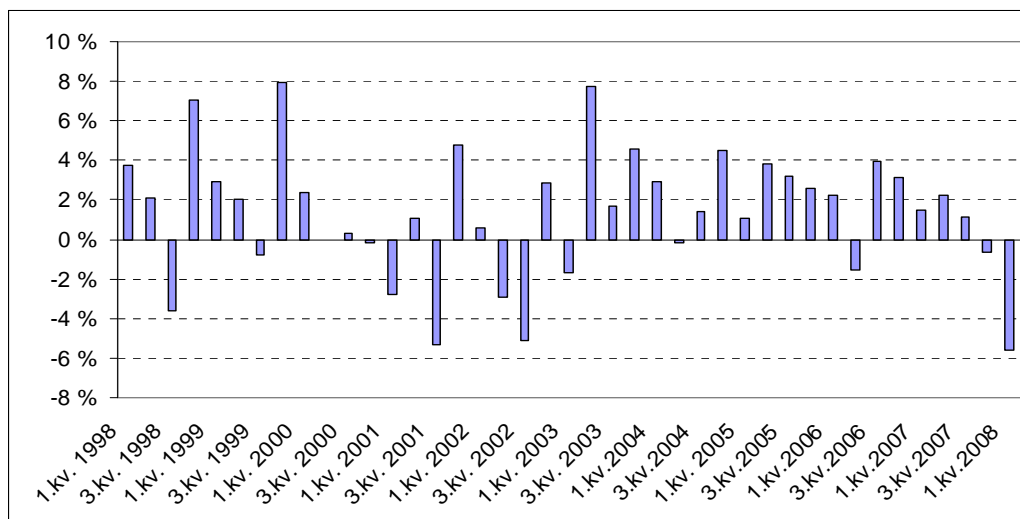
	Målt i internasjonal valuta		Målt i norske kroner		
	Faktisk portefølje	Referanseportefølje	Faktisk portefølje	Referanseportefølje	Meravkastning
2007	4,26	4,50	3,90	3,68	-0,22
Januar 2008	-3,49	-3,46	-2,47	-2,43	-0,03
Februar 2008	-0,30	-0,15	-3,02	-2,87	-0,15
Mars 2008	-1,91	-1,23	-2,55	-1,88	-0,67
Første kvartal 2008	-5,62	-4,79	-7,83	-7,02	-0,81

Tabell 3-3: Statens pensjonsfond – Utland. Avkastning første kvartal 2008 mot ulike valutaer. Periodeavkastning. Prosent

	Aksjeportefølje	Renteportefølje	Totalt
Internasjonal valuta	-12,67	0,87	-5,62
Importvektet valutakurv	-14,02	-0,69	-7,08
Amerikanske dollar	-8,86	5,26	-1,51
Euro	-15,91	-2,88	-9,13
Norske kroner	-14,71	-1,49	-7,83

Siden fondet for første gang ble investert i aksjer i 1998, har den gjennomsnittlige kvartalsavkastningen målt i internasjonal valuta vært 1,34 prosent (jf. figur 3-3). Det har vært positiv avkastning i 29 av 41 kvartaler.

Figur 3-3: Statens pensjonsfond – Utland. Kvartalsvis avkastning 1998-2008. Prosent



Siden 1997 har fondet hatt en annualisert årlig brutto avkastning på 5,6 prosent. Etter fradrag for forvaltningskostnader og prisstigning, er årlig netto realavkastning 3,5 prosent. Tabell 3-4 viser avkastningen frem til utgangen av første kvartal 2008, regnet som årsrate fra 1. januar i hvert av årene 1997–2008.

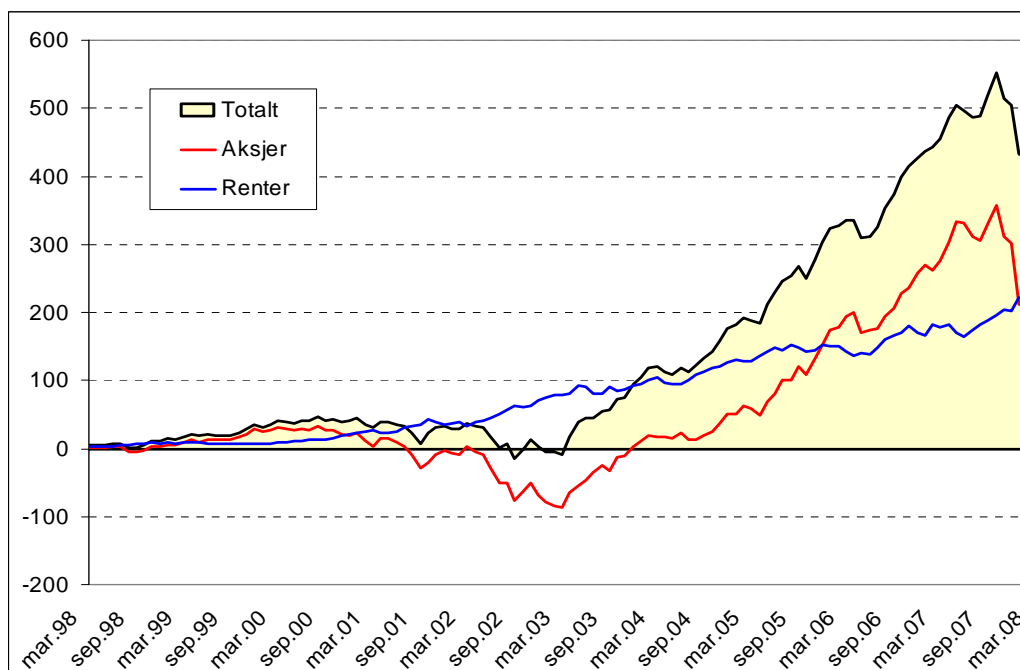
Tabell 3-4: Statens pensjonsfond – Utland. Avkastningsrater målt i internasjonal valuta. Prosent per år

Periode	Nominell årlig avkastning	Årlig prisvekst*	Forvaltningskostnader	Årlig netto realavkastning	Årlig brutto meravkastning
Fra 1.1.1997	5,60	1,90	0,09	3,54	0,30
Fra 1.1.1998	5,27	1,91	0,09	3,20	0,31
Fra 1.1.1999	4,84	2,02	0,09	2,67	0,32
Fra 1.1.2000	3,96	2,11	0,10	1,71	0,22
Fra 1.1.2001	4,17	2,12	0,10	1,91	0,21
Fra 1.1.2002	5,27	2,28	0,10	2,83	0,22
Fra 1.1.2003	7,29	2,35	0,10	4,73	0,20
Fra 1.1.2004	6,08	2,53	0,10	3,36	0,13
Fra 1.1.2005	5,22	2,58	0,10	2,48	0,00
Fra 1.1.2006	2,71	2,69	0,10	-0,08	-0,44
Fra 1.1.2007	-1,28	3,13	0,09	-4,28	-0,87

* Veid gjennomsnitt av konsumprisstigningen i de landene som i vedkommende år inngår i porteføljens referanseportefølje.

Fondets akkumulerte avkastning i perioden 1. januar 1998 til utgangen av første kvartal 2008 var 390 milliarder kroner. Det er vist ved det gule feltet i figur 3-4. Av den akkumulerte avkastningen kommer 46 prosent fra aksjeplasseringene (rød linje i figuren) og 54 prosent fra renteplasseringene (blå linje i figuren).

Figur 3-4: Statens pensjonsfond – Utland. Akkumulert avkastning 1998-2008. Milliarder kroner

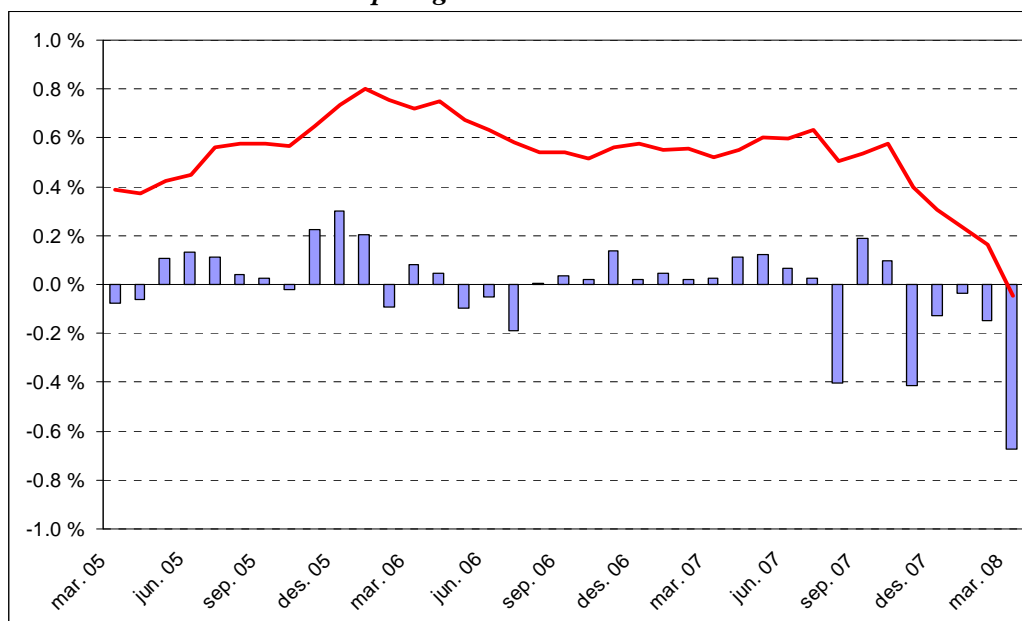


Bidraget fra Norges Banks forvaltning

Avkastningen som Norges Bank oppnår på faktisk portefølje, blir målt i forhold til avkastningen på referanseporteføljen som Finansdepartementet har fastsatt. Forskjellen mellom avkastningstallene gir den brutto meravkastningen som Norges Bank har bidratt med.

Avkastningen til fondet var i første kvartal 0,81 prosentpoeng lavere enn avkastningen på referanseporteføljen (jf. tabell 3-2). Det var mindreavkastning i både rente- og aksjeforvaltningen. Månedlig og akkumulert meravkastning de siste tre årene er vist i figur 3-5. Den røde linjen i denne figuren viser utviklingen i tre års rullerende meravkastning. Ved utgangen av første kvartal 2008 var tre års rullerende annualisert meravkastning -0,05 prosentpoeng. Høyre kolonne i tabell 3-4 viser at brutto meravkastning i gjennomsnitt har vært 0,30 prosentpoeng per år regnet fra 1. januar 1997.

Figur 3-5: Statens pensjonsfond – Utland. Månedlig og akkumulert meravkastning de siste 36 månedene. Prosentpoeng



Tabell 3-5 viser annualisert prosentvis meravkastning fordelt på aktivaklasse og eksternt/internt forvaltning for de siste tre årene frem til utgangen av første kvartal 2008.

Tabell 3-5 Statens pensjonsfond – Utland. Bidrag til brutto meravkastning siste tre år. Annualisert. Prosentpoeng

	Ekstern forvaltning	Intern forvaltning	Totalt	Meravkastning innen hver aktivaklasse
Aksjeforvaltningen	0,13	0,21	0,34	0,86
Renteforvaltningen	-0,18	-0,21	-0,39	-0,71
Totalt	-0,05	0,00	-0,05	

Tabell 3-6 viser informasjonsraten fordelt på aktivaklasse og eksternt/internt forvaltning i samme treårsperiode.

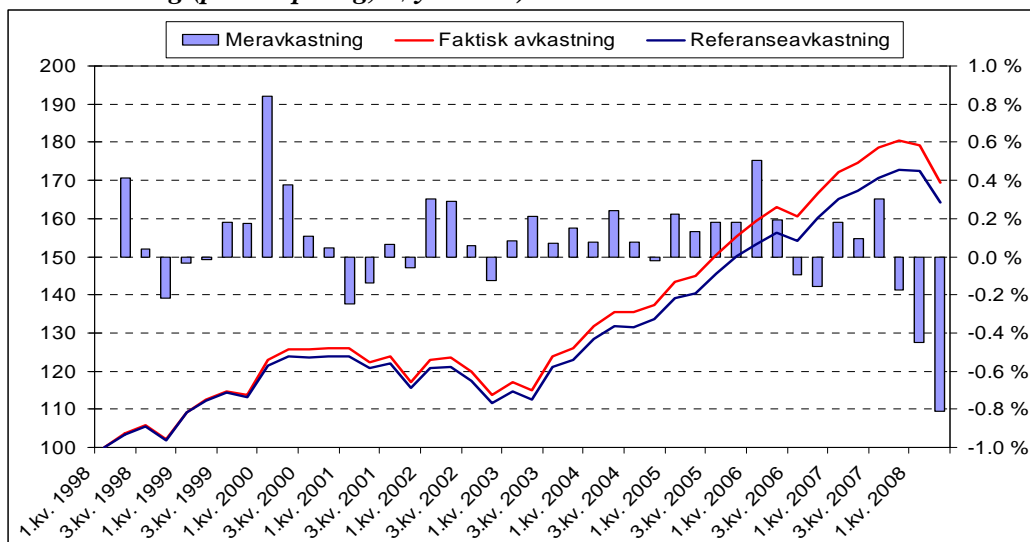
Tabell 3-6 Statens pensjonsfond – Utland. Informasjonraten de siste tre år. Annualisert

	Ekstern forvaltning	Intern forvaltning	Totalt
Aksjeforvaltningen	0,39	0,85	0,93
Renteforvaltningen	-1,21	-0,49	-0,97
Totalt	-0,18	-0,05	-0,07

Det påløper transaksjonskostnader knyttet til innfasing av nye midler til Pensjonsfondet og til omvekting av referanseporteføljen. Norges Bank har estimert de direkte og indirekte transaksjonskostnadene knyttet til innfasing av nye midler til 993 millioner kroner i første kvartal 2008. Dette utgjorde 1,13 prosent av det totale overføringsbeløpet på 88,1 milliarder kroner og 0,05 prosent av markedsverdien til fondet ved inngangen til kvartalet. Referanseporteføljen er ikke justert for disse påførte transaksjonskostnadene. Dermed er den målte meravkastningen lavere enn den ville ha vært uten kostnadene knyttet til innfasingen av nye midler. Metodegrunnlaget for beregning av disse kostnadene er omtalt i NBIMs årsrapporter.

Siden 1998 har fondets akkumulerte avkastning vært 69,3 prosent, mens avkastningen på referanseporteføljen har vært 64,3 prosent (jf. figur 3-6). Akkumulert brutto meravkastning målt i valutakurven har vært til sammen 5,0 prosentpoeng, som i beløp tilsvarer 6,6 milliarder kroner.

Figur 3-6: Statens pensjonsfond – Utland. Akkumulert faktisk avkastning og referanseavkastning (indekser, 31.12.1998 = 100, venstre akse) og kvartalsvis brutto meravkastning (prosentpoeng, høyre akse) 1998–2008



Om forvaltningen i første kvartal 2008

Resultatene i første kvartal 2008 viste mindreavkastning i både aksje- og renteforvaltningen. Resultatet i renteforvaltningen var imidlertid betydelig svakere enn i aksjeforvaltningen.

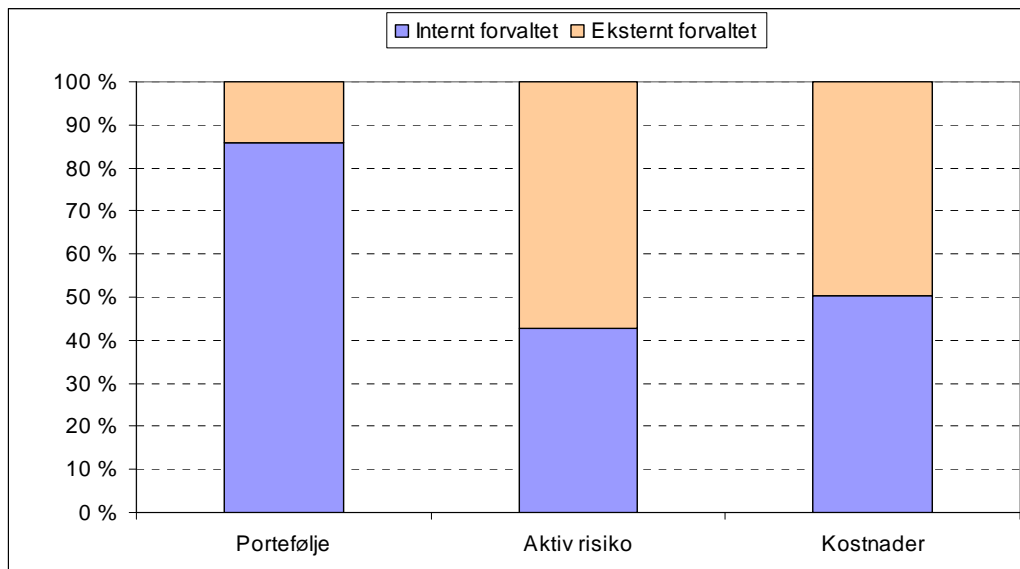
Det svake resultatet i renteforvaltningen ble dominert av den eksterne renteforvaltningen, som er eksponert mot ulike typer verdipapiriserte instrumenter,

dels med sikkerhet i amerikanske boliglån. Betydelige tap fikk også den delen av den interne renteforvaltningen som er basert på å utnytte forskjeller i relative priser på verdipapirer med lignende risikoegenskaper. Dette skyldtes særlig at kredittobligasjoner med høy kvalitet fikk en rask utvidelse av rentedifferansene mot statsobligasjoner. Som beskrevet tidligere i denne rapporten forsterket uroen i det finansielle systemet seg, og strukturelle forhold som stram likviditet og svekket kredittkvalitet dominerte markedet. I årsrapporten for 2007 gav NBIM en utfyllende redegjørelse for hvordan disse utviklingstrekkene påvirket resultatene i renteforvaltningen mot slutten av 2007. Årsaksfaktorene har også gyldighet for første kvartal 2008.

Ved utgangen av første kvartal ble i underkant av 15 prosent av fondet forvaltet av eksterne forvaltere. Samtidig utgjorde kostnadene ved ekstern forvaltning 50 prosent av de samlede forvaltningskostnadene. Den eksterne forvaltningen stod for anslagsvis 57 prosent av den samlede risikoen knyttet til aktiv forvaltning (jf. figur 3-7).

I løpet av kvartalet ble det tilført midler til fire nye mandater i aksjeforvaltningen: Rheos Capital Works Inc. fikk et regionalt mandat, mens Ecofin Ltd, Levin Capital Strategies og Wellington fikk tilført midler til sektormandater.⁵

Figur 3-7: Statens pensjonsfond – Utland. Fordeling av portefølje, forvaltningskostnader og aktiv risiko* mellom intern og ekstern forvaltning 1 kvartal 2008. Prosent



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

Informasjonsraten er et mål på risikjustert avkastning. Raten er forholdstallet mellom brutto meravkastning per år og den faktiske relative markedsrisikoen som fondet har hatt. Tabell 3-7 viser en historisk oversikt over informasjonsraten for fondet samlet, og for hver aktivaklasse.

⁵ I aksjeforvaltningen tildeler NBIM mandater til eksterne forvaltere som enten spesialisere seg på spesifikke næringssektorer ("sektormandater") eller på geografiske regioner ("regionmandater").

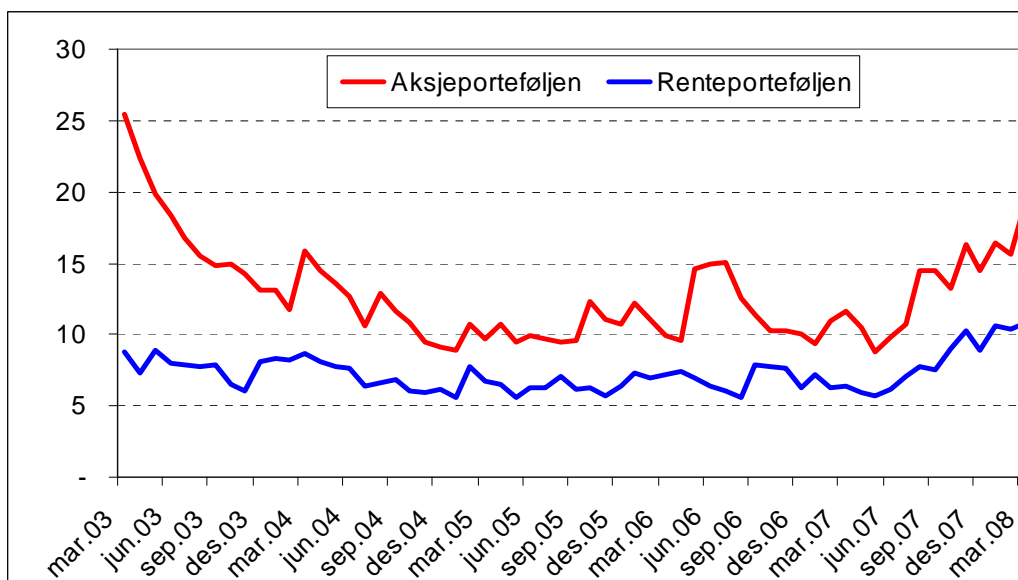
Tabell 3-7: Statens pensjonsfond - Utland. Informasjonsrater

Periode	Porteføljen	Aksjer	Renter
Siste 12 måneder	-1,15	0,61	-2,27
Siste 3 år	-0,07	0,96	-0,96
Siste 5 år	0,32	0,96	-0,42

Markedsrisiko

Svingningene i de internasjonale aksje- og rentemarkedene medfører endringer i fondets markedsverdi. Fondets forventede volatilitet er et statistisk mål, som gir et anslag på "normale" variasjoner i markedsverdien til fondet over det neste året. Som figur 3-8 viser, har markedssvingningene målt ved den absolutte volatiliteten steget i løpet av det siste året i både aksje- og renteforvaltningen.

Figur 3-8: Statens pensjonsfond – Utland. Absolutt volatilitet 2003-2008. Prosent, målt i norske kroner



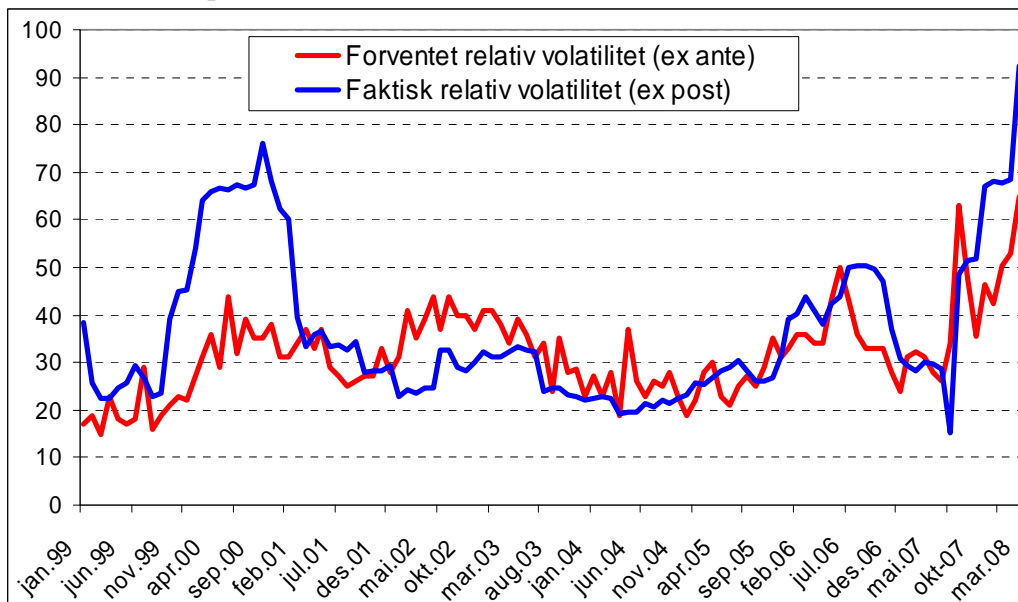
I styringen av forvaltningen har Finansdepartementet satt en begrensning på hvor forskjellig sammensetningen av fondet kan være fra referanseporteføljen. Dette er gjort ved å sette en grense for forventet avvik i avkastningen mellom den faktiske porteføljen og referanseporteføljen. Denne grensen for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

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

Den røde linjen i figur 3-9 viser utviklingen i forventet relativ volatilitet fra desember 1998. Figuren viser at det har vært en økning i forventet relativ volatilitet siden sommeren 2007. Forventet relativ volatilitet var 65 basispunkter ved utgangen av kvartalet. I ettertid kan vi bruke variasjonen i avviket mellom avkastningen av den faktiske porteføljen og av referanseporteføljen (det vil si variasjonen i

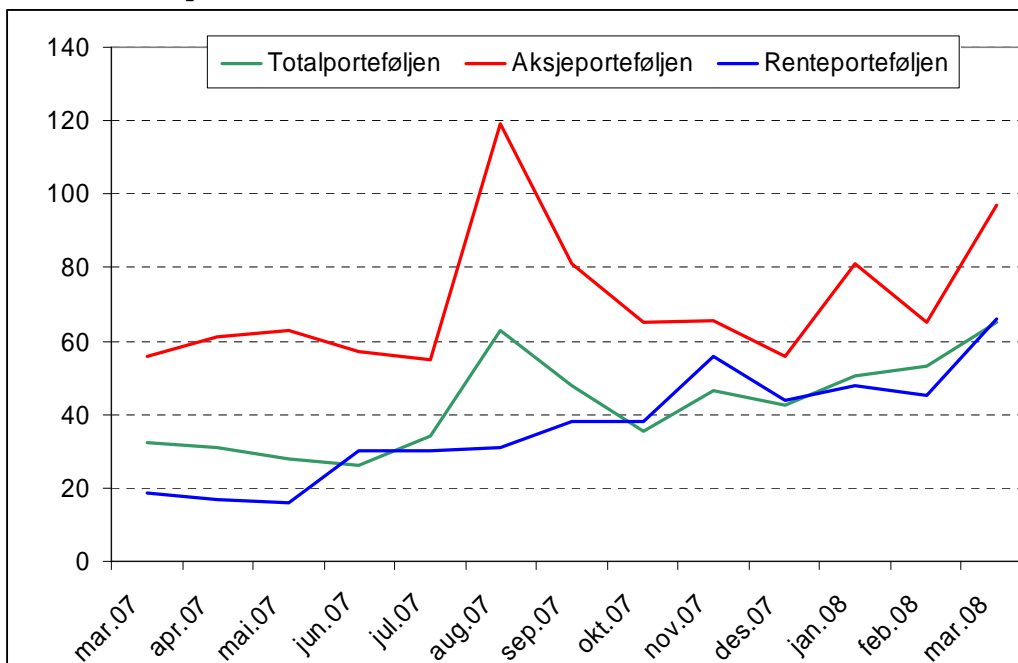
meravkastningen) som et mål for hva den relative markedsrisikoen faktisk har vært (den blå linjen i figuren). Denne volatiliteten er beregnet som årsrate fra tolv måneders rullerende vinduer. Også dette risikomålet har steget siden sommeren 2007.

Figur 3-9: Statens pensjonsfond – Utland. Forventet og faktisk relativ volatilitet 1998-2008. Basispunkter



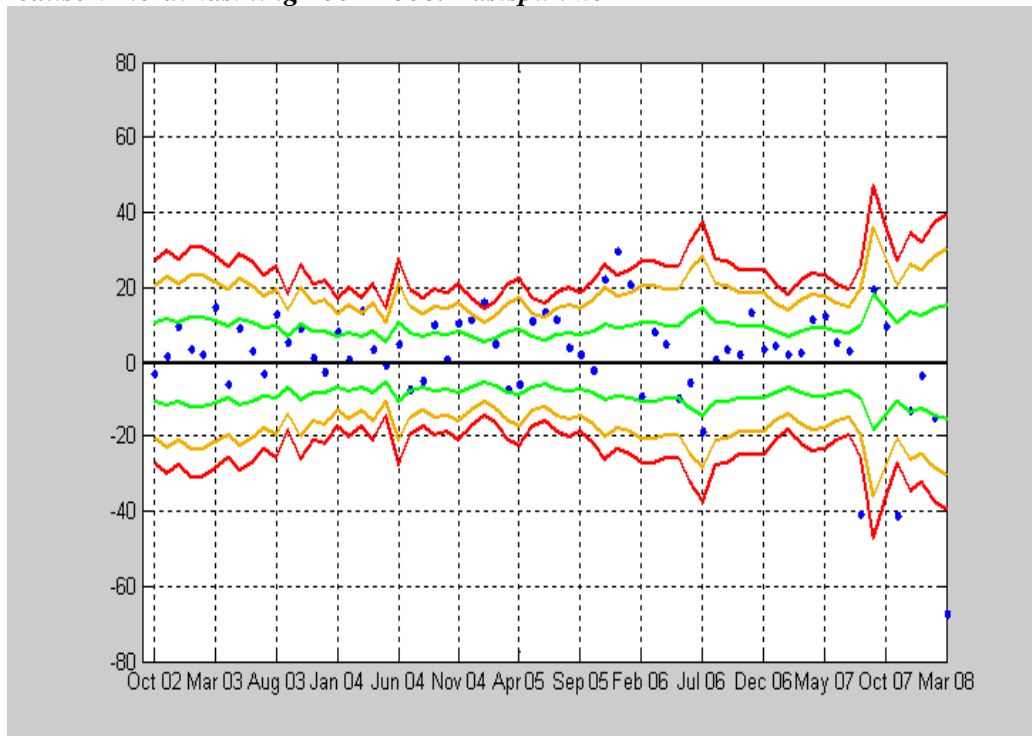
Figur 3-10 viser utviklingen i forventet relativ volatilitet i aksje- og renteforvaltningen de siste tolv måneder. Den relative risikoen er høyere i aksjeforvaltningen enn i renteforvaltningen.

Figur 3-10: Statens pensjonsfond – Utland. Forventet relativ volatilitet siste 12 måneder. Basispunkter



Norges Bank tester om faktisk meravkastning i fondet varierer i tråd med hva man skulle forvente ut fra den risikomodellen som benyttes. Dette er illustrert i figur 3-11. Figuren viser realisert månedlig meravkastning fra oktober 2002 (punkter) og konfidensintervall målt ved standardavvik. Modellen tilsier at i omlag to av tre tilfeller skal den faktiske avkastningen ligge innenfor intervallet dannet av de grønne linjene. Tilsvarende for de oransje og røde intervallene er henholdsvis 95 og 99 prosent.

Figur 3-11: Statens pensjonsfond – Utland. Konfidensintervall for risiko og realisert meravkastning 2002-2008. Basispunkter



For siste år synes det som om modellert risiko, uttrykt gjennom estimert relativ volatilitet, har underestimert den faktiske risikoen i porteføljen. Risikomodellen estimerer hvor store variasjoner man kan vente i avkastningen i normale perioder basert på historiske data. Rentemarkedene har siden midten av 2007 vært preget av forhold som har medført at volatilitet og korrelasjoner har avveket fra historien. Det skal ta noe tid før modellen justeres, og den kan derfor være upresis i perioder med store endringer. Modellens svakheter og strenge normalmarkedsforutsetning ved estimering av risiko suppleres i NBIM med utfyllende analyser.

Kredittrisiko

Tabell 3-8 viser sammensetningen av rentepapirporteføljen (renteporteføljen eksklusiv kontanter) fordelt på type obligasjoner og kredittvurdering.

Tabell 3-8: Statens pensjonsfond – Utland. Markedsverdi per 31. mars 2008 fordelt etter kredittvurdering. Prosent

Moody's kredittvurdering	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	Lavere	P-1	Ingen
Stats- og statsrelaterte obligasjoner	15,1	10,1	2,8	0,7	0,1	0,1	-	3,6
Inflasjonsindekserte obligasjoner	3,0	0,5	2,8	-	-	-	-	2,3
Selskapsobligasjoner	1,8	6,5	7,3	5,4	0,4	0,2	-	1,2
Pantesikrede obligasjoner	29,2	1,5	0,2	0,1	0,0	0,1	-	4,9
Sertifikater	-	-	-	-	-	-	0,2 %	0,0
Sum obligasjoner og andre rentebærende verdipapirer	49,1	18,5	13,1	6,2	0,5	0,3	0,2 %	12,0

Retningslinjer for forvaltningen

Finansdepartementet har gjennom forskrift og utfyllende retningslinjer for fondet fastsatt grenser for risiko og eksponering. Disse grensene og den faktiske tilpasningen i porteføljen fremgår av tabell 3-9. Det var i løpet av kvartalet ingen brudd på investeringsretningslinjene.

Tabell 3-9: Statens pensjonsfond – Utland. Nøkkeltall for risiko og eksponering

Risiko	Grenser *	Faktisk				
		31.3.2007	30.6.2007	30.9.2007	31.12.2007	31.3.2008
Markedsrisiko	Maksimalt 1,5 prosentpoeng relativ volatilitet	0,32	0,26	0,48	0,43	0,65
Aktivafordeling	Renteporteføljen 30–70%	59,9	57,7	54,6	52,6	52,0
	Aksjeporteføljen 30–70%	40,1	42,3	45,4	47,4	48,0
Markedsfordeling aksjer	Europa 40–60%	49,7	49,7	50,1	48,8	50,3
	Amerika / Afrika 25–45%	35,0	35,1	34,4	36,4	34,9
	Asia / Oseania 5–25%	15,3	15,3	15,5	14,8	14,8
Valutafordeling renter	Europa 50-70%	59,7	60,0	59,8	59,4	59,8
	Amerika 25-45%	35,0	34,6	34,7	35,1	33,4
	Asia / Oseania 0-15%	5,3	5,4	5,5	5,5	6,7
Eierandel	Største eierandel maksimalt 5%	4,50	4,99	4,99	4,99	4,99

* Grenser fastsatt av Finansdepartementet i forskrift om forvaltning av Statens pensjonsfond – Utland.

Driftskostnader

Forvaltningsavtalen mellom Finansdepartementet og Norges Bank fastsetter prinsippene for den godtgjøringen Norges Bank skal motta for forvaltningen av Statens pensjonsfond – Utland. For 2008 skal godtgjøringen dekke de faktiske kostnadene banken har, forutsatt at disse kostnadene er lavere enn et tak på 0,10 prosent av fondets gjennomsnittlige markedsverdi. I tillegg dekkes honorarer til eksterne forvaltere som følge av oppnådd meravkastning. Avtaler om avkastningsavhengige honorarer er inngått med de fleste eksterne aktive forvaltere, etter prinsipper som er godkjent av Finansdepartementet.

Norges Bank Investment Management (NBIM) forvalter foruten Pensjonsfondet også Statens petroleumforsikringsfond og den største delen av Norges Banks valutareserver. Honorarer til eksterne forvaltere og eksterne oppgjørs- og depotinstitusjoner faktureres separat for hvert av fondene. De øvrige driftskostnadene er felles for alle de fondene som forvaltes av NBIM. Felleskostnadene fordeles på de tre fondene ved hjelp av en fordelingsnøkkel. Felleskostnadene omfatter også

kostnader for støttefunksjoner utført av andre deler av Norges Bank. Omfanget av den siste typen kostnader er beregnet etter de retningslinjene som gjelder for forretningsdrift i Norges Bank.

Tabell 3-10: Statens pensjonsfond – Utland. Forvaltningskostnader i første kvartal 2008 (i tusen kroner og i prosent av gjennomsnittlig portefølje)

	Første kvartal 2008		Første kvartal 2007	
	1000 kroner	Prosent	1000 kroner	Prosent
Interne kostnader i aksjeforvaltningen	102 884		64 440	
Kostnader til aksjedeport og oppgjør	30 359		22 725	
Samlede kostnader i den interne aksjeforvaltningen	133 243	0,07	87 165	0,08
Interne kostnader i renteforvaltningen	78 085		66 211	
Kostnader til rentedeport og oppgjør	29 398		26 112	
Samlede kostnader i den interne renteforvaltningen	107 483	0,05	92 323	0,04
Minimumshonorarer til eksterne forvaltere	121 396		125 118	
Avkastningsavhengige honorarer til eksterne forvaltere	74 909		42 905	
Andre kostnader ved ekstern forvaltning	41 605		38 660	
Samlede kostnader i den eksterne forvaltningen	237 910	0,31	206 683	0,21
Sum alle forvaltningskostnader	478 636	0,10	386 171	0,09
Sum forvaltningskostnader, eksklusive avkastningsavhengige honorarer	403 727	0,08	343 266	0,08

Omregnet til årsrate utgjorde kostnadene i første kvartal 2008 0,10 prosent av gjennomsnittlig markedsverdi av fondet (jf. tabell 3-10). Om man ser bort ifra avkastningsavhengige honorarer til eksterne forvaltere, utgjorde kostnadene 0,08 prosent av markedsverdien. Til sammenligning utgjorde kostnadene i første kvartal 2007 0,08 prosent av markedsverdien. For den interne aksjeforvaltningen var det en nedgang i forholdstallet mellom kostnader og beløp under forvaltning fra første kvartal 2007 til første kvartal 2008. For den interne renteforvaltningen økte dette forholdstallet fra 0,04 til 0,05 prosent av markedsverdien.

Eksterne kostnader i forhold til beløp under forvaltning var høyere i første kvartal 2008 enn i første kvartal 2007, som følge av en betydelig økning i avkastningsavhengige honorarer til eksterne forvaltere.

Kostnadene fordeles på intern og ekstern forvaltning ved hjelp av fordelingsnøkler for de interne kostnadene og depotkostnadene. Anslagsvis 50 prosent av kostnadene gjaldt ekstern forvaltning, mens om lag 15 prosent av fondets portefølje forvaltes av eksterne. Enhetskostnadene i intern forvaltning var om lag 0,06 prosent, mot 0,31 prosent i ekstern forvaltning.

4 Norges Banks valutareserver

Valutareservene skal kunne brukes til intervensjoner i valutamarkedet som ledd i gjennomføringen av pengepolitikken eller ut fra hensynet til finansiell stabilitet. Reservene er delt inn i en pengemarkedsportefølje og en investeringsportefølje. I tillegg inngår det en petrobufferportefølje som skal samle opp de løpende kjøpene av valuta til Statens pensjonsfond – Utland. Denne porteføljen får tilført midler fra Statens direkte økonomiske engasjement (SDØE) og fra Norges Banks valutakjøp i markedet. I Norges Bank forvalter NBIM investeringsporteføljen og petrobufferporteføljen, mens pengemarkedsporteføljen forvaltes av Norges Bank Pengepolitikk (rapporteres separat).

Hovedpunkter for første kvartal 2008

Investeringsporteføljen:

- Markedsverdi: 198,9 milliarder kroner per 31. mars
- Periodeavkastning målt i internasjonal valuta:
 - Hele porteføljen: -4,94 prosent
 - Aksjeforvaltningen: -12,99 prosent
 - Renteforvaltningen: 0,78 prosent
- Mindreavkastning: 1,01 prosentpoeng

Petrobufferporteføljen:

- Overført: 88,1 milliarder kroner til Statens pensjonsfond – Utland
- Tilført: 54,5 milliarder kroner fra SDØE
- Tilført: 29,1 milliarder kroner fra Norges Banks egne valutakjøp
- Markedsverdi: 9,8 milliarder kroner per 31. mars 2008
- Periodeavkastning 0,14 prosent målt i norske kroner

Investeringsporteføljen

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

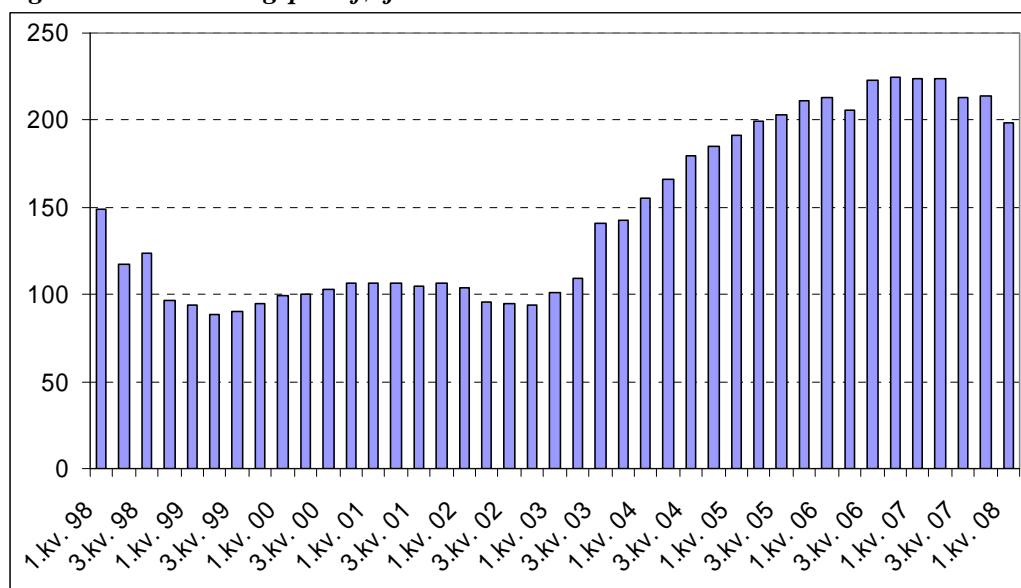
Porteføljens markedsverdi

Markedsverdien av investeringsporteføljen var ved utgangen av første kvartal 2008 198,9 milliarder kroner. Verdien ble redusert med 15,1 milliarder kroner i løpet av kvartalet (jf. tabell 4-1). Negativ avkastning på investerte midler reduserte verdien med 10,6 milliarder kroner, mens en sterkere kronekurs i forhold til de valutaene porteføljen er investert i, reduserte verdien med 4,5 milliarder kroner. Endring i kronekursen har imidlertid ingen betydning for porteføljens internasjonale kjøpekraft.

Tabell 4-1: Investeringsporteføljen. Markedsverdi og endringer. Millioner kroner

	Aksjeforvaltningen	Renteforvaltningen	Totalt
31.3.2007	92 860	131 408	224 268
30.6.2007	97 443	126 535	223 978
30.9.2007	90 900	122 211	213 111
31.12.2007	88 953	125 033	213 986
Tilførsel	-400	400	0
Avkastning	-11 584	1 021	-10 563
Endring i kroneverdi	-1 691	-2 845	-4 536
31.3.2008	75 278	123 609	198 887

Figur 4-1: Investeringsporteføljen. Markedsverdi 1998–2008. Milliarder kroner

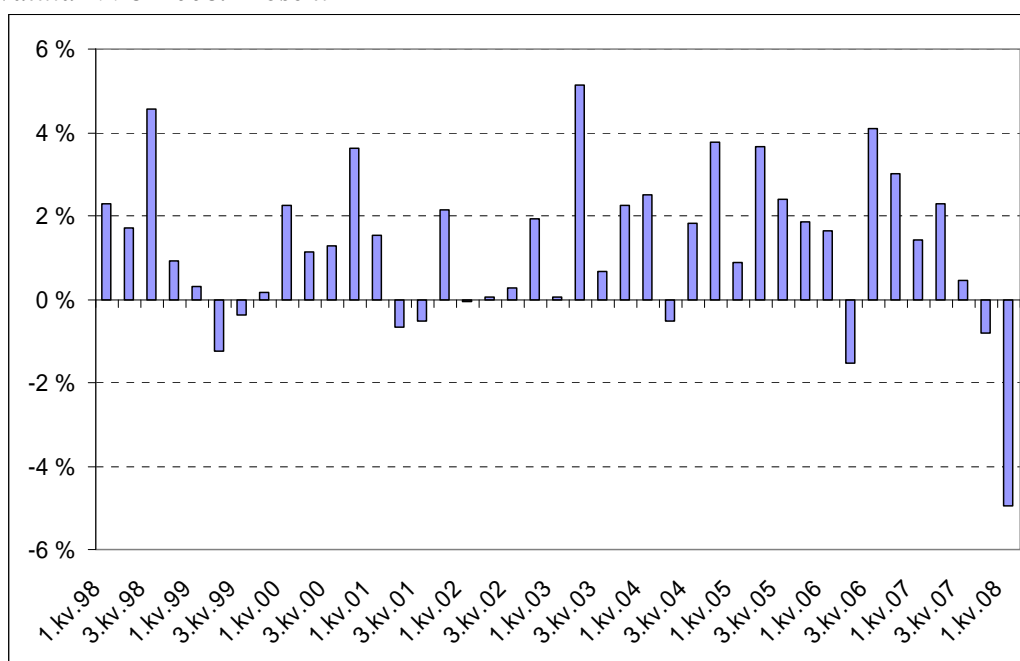


Brutto avkastning var 1,01 prosentpoeng lavere enn avkastningen på referanseporteføljen. Det var mindreavkastning i både aksje- og renteforvaltningen.

I første kvartal påløp det transaksjonskostnader ved at det ble overført 400 millioner kroner fra aksje- til renteporteføljen. De direkte og indirekte transaksjonskostnadene knyttet til denne overføringen er estimert til ca. 0,7 millioner kroner. Dette utgjorde 0,18 prosent av det totale overføringsbeløpet. Referanseporteføljen er ikke justert for disse påførte transaksjonskostnadene. Dermed er den målte meravkastningen lavere enn den ville ha vært uten kostnadene knyttet til overføringen.

Fra 1998 har den gjennomsnittlige kvartalsavkastningen målt i internasjonal valuta vært 1,25 prosent (jf. figur 4-2). Det har vært positiv avkastning i 32 av 41 kvartaler.

Figur 4-2: Investeringsporteføljen. Kvartalsvis avkastning målt i internasjonal valuta 1998–2008. Prosent



Nominell årlig avkastning målt i internasjonal valuta fra 1. januar 1998 til utgangen av første kvartal 2008 har vært 5,03 prosent (jf. tabell 4-3). Fratrullet prisvekst og forvaltningskostnader viser tabellen at årlig netto realavkastning har vært 2,95 prosent. Høyre kolonne i denne tabellen viser årlig brutto meravkastning, som har vært -0,06 prosentpoeng i denne perioden.

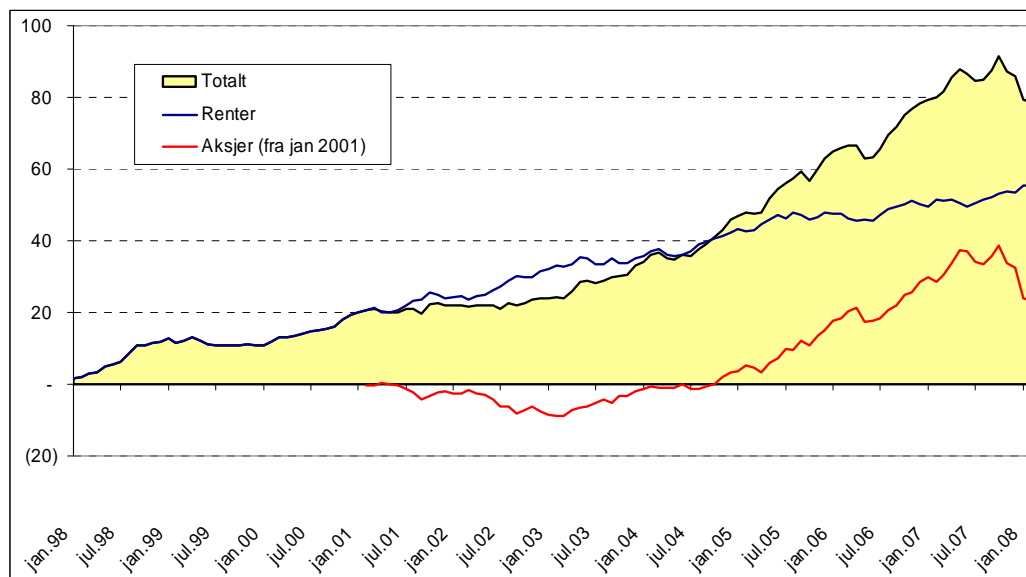
Tabell 4-3: Investeringsporteføljen. Avkastningsrater målt i internasjonal valuta. Prosent per år

Periode	Nominell årlig avkastning	Årlig prisvekst*	Forvaltnings-kostnader	Årlig netto real-avkastning	Årlig brutto mer-avkastning
Fra 1.1.1998	5,03	1,96	0,06	2,94	-0,06
Fra 1.1.1999	4,53	2,07	0,06	2,34	-0,06
Fra 1.1.2000	5,23	2,16	0,07	2,94	-0,08
Fra 1.1.2001	4,79	2,17	0,06	2,50	-0,11
Fra 1.1.2002	5,18	2,30	0,06	2,74	-0,15
Fra 1.1.2003	5,76	2,36	0,06	3,26	-0,25
Fra 1.1.2004	5,17	2,56	0,06	2,49	-0,43
Fra 1.1.2005	4,40	2,60	0,06	1,68	-0,59
Fra 1.1.2006	2,38	2,71	0,07	-0,38	-0,98
Fra 1.1.2007	-1,40	3,14	0,07	-4,47	-1,80

* Veid gjennomsnitt av konsumprisstigningen i de landene som i vedkommende år inngår i porteføljens referanseportefølje.

Porteføljens akkumulerte avkastning fra 1998 til utgangen av første kvartal 2008 var 75 milliarder kroner. Det er vist ved det gule feltet i figur 4-3. Fra 2001, som var det første året med aksjeplasseringer i investeringsporteføljen, var akkumulert avkastning 55 milliarder kroner. 21 milliarder kroner eller 37 prosent av den akkumulerte avkastningen i denne perioden kom fra aksjeplasseringene (rød linje i figuren). Akkumulert avkastning av renteinvesteringene siden 1998 var 54 milliarder kroner ved utgangen av kvartalet (blå linje i figuren). I den perioden som investeringsporteføljen har inneholdt både aksje- og renteinvesteringer, var akkumulert avkastning på renteinvesteringene 34 milliarder kroner eller 73 prosent av porteføljens samlede akkumulerte avkastning.

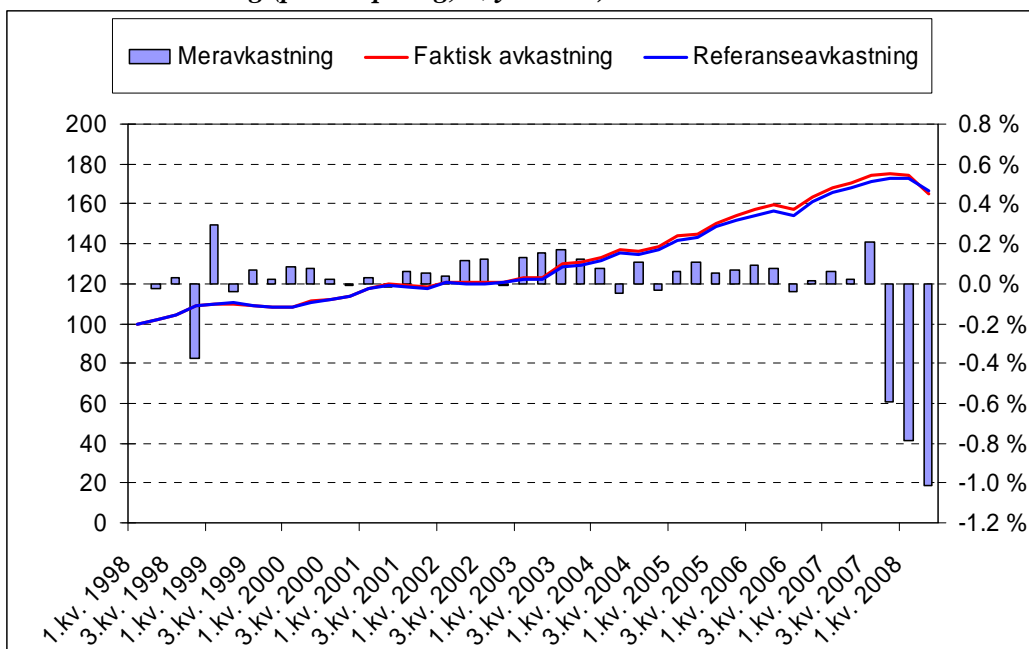
Figur 4-3: Investeringsporteføljen. Akkumulert avkastning 1998–2008. Milliarder kroner



Den akkumulerte avkastningen fra 1. januar 1998 har vært 65,4 prosent for den faktiske porteføljen og 66,3 prosent for referanseporteføljen (jf. figur 4-4). Forskjellen

mellom de to avkastningstallene er den brutto mindreakstningen som er oppnådd i forvaltningen: til sammen -1,0 prosentpoeng siden 1998. I beløp har summen av oppnådd mindreakstning vært 2,7 milliarder kroner. Figuren viser at det er oppnådd meravkastning i 29 av de 41 kvartalene siden 1. januar 1998, men også at periodens samlede resultat er dominert av de tre siste kvartalene mindreakstning.

Figur 4-4: Investeringsporteføljen. Akkumulert faktisk avkastning og referanseavkastning (indeksert, 31.12.1998 = 100, venstre akse) og kvartalsvis brutto meravkastning (prosentpoeng, høyre akse) 1998-2008



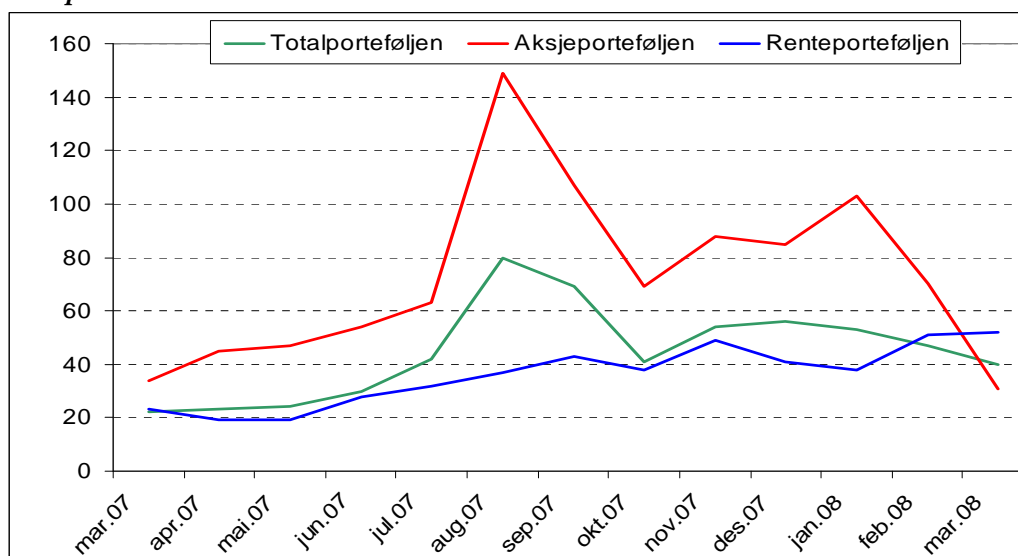
Om forvaltningen

Resultatene i første kvartal 2008 viste mindreakstning i både aksje- og renteforvaltningen. Resultatet i renteforvaltningen var imidlertid betydelig svakere enn i aksjeforvaltningen. Resultatene i investeringsporteføljen skyldtes i hovedsak de samme faktorene som påvirket resultatene i forvaltningen av Statens pensjonsfond – Utland.

Markedsrisiko

Markedsrisikoen i porteføljen måles ved forventet relativ volatilitet. Dette er et statistisk definert risikomål som sier noe om hvor stort avvik vi normalt kan forvente i forskjell mellom avkastning på referanseporteføljen og avkastning på den faktiske porteføljen som fondet er plassert i. Hovedstyrets retningslinjer definerer en grense for markedsrisikoen i den faktiske porteføljen i forhold til referanseporteføljen. Den relative markedsrisikoen skal alltid være lavere enn 1,5 prosentpoeng forventet relativ volatilitet. Figur 4-5 viser den relative markedsrisikoen til porteføljen de siste tolv månedene.

Figur 4-5: Investeringsporteføljen. Forventet relativ volatilitet siste 12 måneder. Basispunkter



Informasjonsrate

Informasjonsraten er et mål på risikjustert avkastning. Raten er forholdstallet mellom brutto meravkastning per år og den faktiske relativ markedsrisikoen som porteføljen har hatt. Tabell 4-4 viser en historisk oversikt over informasjonsraten for investeringsporteføljen samlet, og for hver aktivaklasse.

Tabell 4-4: Investeringsporteføljen. Informasjonsrater

Periode	Porteføljen	Aksjer	Renter
Siste 12 måneder	-2,22	-1,18	-2,48
Siste 3 år	-1,05	-1,02	-0,95
Siste 5 år	-0,56	-1,00	-0,41

Kredittrisiko

Tabell 4-5 viser sammensetningen av rentepapirporteføljen (renteporteføljen eksklusive kontanter) fordelt på type obligasjoner og kredittvurdering.

Tabell 4-5: Investeringsporteføljen. Markedsverdi per 31. mars 2008 fordelt etter kredittvurdering. Prosent

Moody's kredittvurdering	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	Lavere	P-1	Ingen
Stats- og statsrelaterte obligasjoner	17,2	11,5	4,2	1,1	0,4	0,4	-	4,2
Inflasjonsindekserte obligasjoner	3,3	0,4	1,8	-	-	-	-	2,2
Selskapsobligasjoner	1,2	4,5	6,1	4,2	0,4	0,1	-	0,8
Pantesikrede obligasjoner	29,7	2,1	0,2	0,3	0,1	0,1	-	3,2
Sertifikater	-	-	-	-	-	-	0,3 %	-
Sum obligasjoner og andre rentebærende verdipapirer	51,5	18,6	12,3	5,6	0,8	0,6	0,3 %	10,4

Retningslinjer for forvaltningen

Tabell 4-6 gir en oversikt over risiko og eksponering i investeringsporteføljen. Det var ingen brudd på hovedstyrets investeringsretningslinjer i første kvartal 2008.

Tabell 4-6: Investeringsporteføljen. Nøkkeltall for risiko og eksponering

Risiko	Grenser	Faktisk				
		31.3.2007	30.6.2007	30.9.2007	31.12.2007	31.3.2008
Markedsrisiko	Maksimalt 1,5 prosentpoeng relativ volatilitet	0,22	0,24	0,69	0,56	0,40
Aktivafordeling	Renteporteføljen	58,6	56,5	57,3	58,5	62,2
	Aksjeporteføljen	41,4	43,5	42,7	41,5	37,9
Markedsfordeling aksjer	Europa	53,5	54,3	52,5	52,5	51,1
	Amerika/Afrika	33,3	32,5	33,1	33,5	34,2
	Asia/Oseania	13,3	13,3	14,5	14,0	14,7
Valutafordeling renter	Europa	60,2	60,7	60,1	60,6	62,2
	Amerika	34,2	33,7	34,0	33,4	31,5
	Asia/Oseania	5,7	5,6	6,0	6,0	6,3
Eierandel	Største eierandel maksimalt 5%	2,29	4,53	4,94	4,62	0,96

Kostnader

Kostnadene i NBIMs forvaltning består dels av honorarer til eksterne forvaltere og depotinstitusjoner og dels av Norges Banks interne driftskostnader. Medregnet avkastningsavhengige honorarer utgjorde samlede kostnader ved NBIMs forvaltning av investeringsporteføljen i første kvartal 2008 36,4 millioner kroner, noe som tilsvarte 0,07 prosent av gjennomsnittlig portefølje (årsrate).

Petrobufferporteføljen

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

I første kvartal 2008 overførte SDØE 54,5 milliarder kroner til petrobufferporteføljen, og Norges Bank kjøpte valuta for 29,1 milliarder kroner (jf. tabell 4-7). Til Statens pensjonsfond – Utland ble det overført 88,1 milliarder kroner. Avkastningen av petrobufferporteføljen i første kvartal 2008 var 0,14 prosent målt i norske kroner. Markedsverdien ved utgangen av kvartalet var 9,8 milliarder kroner. Fondet er plassert i kortsiktige pengemarkedsinstrumenter, hovedsakelig i euro, amerikanske dollar og britiske pund.

Tabell 4-7: Petrobufferporteføljen. Tilførsler fra SDØE og Norges Bank og overføringer til Statens pensjonsfond - Utland. Millioner kroner

Periode	Tilført fra SDØE	Norges Banks valutakjøp	Overført til Pensjonsfondet	Markedsverdi (perioodeslutt)
2007	151 650	152 871	313 650	14 052
Januar 2008	18 585	9 238	33 091	9 061
Februar 2008	18 202	11 996	29 508	9 718
Mars 2008	17 739	7 818	25 466	9 842
Første kvartal 2008	54 526	29 051	88 065	9 842

5 Statens petroleumsforsikringsfond

Statens petroleumsforsikringsfond skal være en reserve for utbetalinger som skal dekke skader og ansvar forbundet med at staten er direkte økonomisk deltager i petroleumsvirksomheten. Olje- og energidepartementet eier fondet. Etter loven om Statens petroleumsforsikringsfond har Norges Bank ansvar for den operative forvaltningen. Olje- og energidepartementet har fastsatt en strategisk referanseportefølje for fondet (jf. vedlegg I).

Hovedpunkter for første kvartal 2008

- Markedsverdi: 14,1 milliarder kroner per 31. mars
- Periodeavkastning: 2,41 prosent målt i internasjonal valuta
- Periodeavkastning: -0,06 prosent målt i norske kroner
- Meravkastning: 0,03 prosentpoeng
- Skadeutbetalinger: 630 millioner kroner

Fondets markedsverdi

Ved utgangen av første kvartal 2008 var markedsverdien til fondets internasjonale portefølje 14,1 milliarder kroner (jf. tabell 5-1). I tillegg hadde fondet en arbeidskonto i norske kroner pålydende 146 millioner kroner.

Tabell 5-1: Petroleumsforsikringsfondet. Markedsverdi. Millioner kroner

	31.3.2007	30.6.2007	30.9.2007	31.12.2007	31.3.2008
Euro	7 544	7 839	7 370	7 520	7 441
Britiske pund	2 293	2 349	2 099	2 121	1 926
Amerikanske dollar	5 246	5 492	4 968	5 044	4 684
Total markedsverdi	15 084	15 680	14 437	14 686	14 051

Fondets avkastning

I første kvartal 2008 var Petroleumsforsikringsfondets avkastning 2,41 prosent målt i internasjonal valuta, det vil si målt i den valutakurven som tilsvarende sammensetningen av fondets referanseportefølje (jf. tabell 5-2). Målt i norske kroner var avkastningen -0,06 prosent. Forskjellen skyldtes at kronen i løpet av kvartalet styrket seg i forhold til de valutaene som inngår i referanseporteføljen. Den faktiske avkastningen var høyere enn avkastningen på referanseporteføljen, slik at Norges Bank oppnådde en meravkastning på 0,03 prosentpoeng.

Tabell 5-2: Petroleumsforsikringsfondet. Avkastning. Prosent

	Målt i internasjonal valuta		Målt i norske kroner		
	Faktisk portefølje	Referanseportefølje	Faktisk portefølje	Referanseportefølje	Meravkastning
2007	5,15	4,97	-3,12	-3,28	0,16
Januar 2008	1,70	1,65	2,56	2,51	0,05
Februar 2008	0,56	0,59	-2,33	-2,30	-0,02
Mars 2008	0,13	0,13	-0,24	-0,23	0,00
Første kvartal 2008	2,41	2,38	-0,06	-0,09	0,03

Avkastningen på den faktiske porteføljen inneholder normale transaksjonskostnader ved indeksering av porteføljen og inntekter fra utlån av verdipapirer. Disse

kostnadene og inntektene tas ikke med ved beregning av avkastningen på referanseporteføljen.

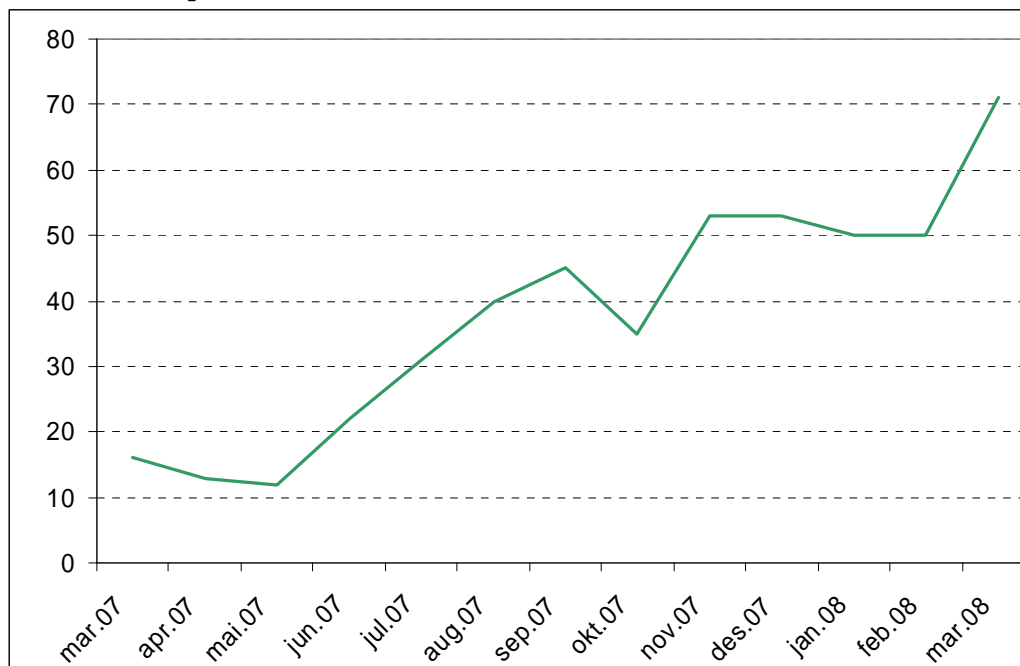
Forvaltningen

Hele fondet blir forvaltet internt i NBIM, og formålet med forvaltningen er å oppnå en avkastning som ligger rett i overkant av avkastningen på referanseporteføljen. Porteføljen er i hovedsak investert i statsobligasjoner og andre obligasjoner som er inkludert i referanseporteføljens delsektor for andre offentlige obligasjoner ("Government-related"). I tillegg er det adgang til å investere i tyske panteobligasjoner utstedt mot sikkerhet i lån tatt opp av offentlig sektor ("Öffentliche Pfandbriefe"), i kortsiktige pengemarkedsinstrumenter og i ikke-børsnoterte rentederivater.

Risiko

Markedsrisikoen i fondet måles ved forventet relativ volatilitet. Dette er et statistisk definert risikomål som sier noe om hvor stort avvik vi normalt kan forvente i forskjell mellom avkastning på referanseporteføljen og avkastning på den faktiske porteføljen som fondet er plassert i. Olje- og energidepartementet har bestemt at markedsrisikoen i fondet alltid skal være lavere enn 0,75 prosentpoeng. Figur 5-1 viser utviklingen i markedsrisikoen de siste tolv månedene.

Figur 5-1: Petroleumsforsikringsfondet. Forventet relativ volatilitet siste tolv måneder. Basispunkter



Olje- og energidepartementet har fastsatt et tak på renterisikoen i fondet målt med modifisert durasjon. Dette begrepet sier noe om forventet verdiendring på fondet ved en endring i det generelle rentenivået. Etter departementets retningslinjer skal gjennomsnittlig modifisert durasjon i hver valuta være 4 i referanseporteføljen og ikke høyere enn 5 i den faktiske porteføljen samlet. Tabell 5-3 viser fondets modifiserte durasjon per 31. mars 2008.

Tabell 5-3: Petroleumsforsikringsfondet. Modifisert durasjon fordelt på valuta per 31. mars 2008

Valuta	Faktisk portefølje	Referanseporteføljen
Euro	3,81	3,85
Britiske pund	3,98	4,19
Amerikanske dollar	4,06	3,89
Samlet portefølje	3,92	3,91

Tabell 5-4 viser sammensetningen av obligasjonsporteføljen basert på kredittvurderingene til Moody's. I tabellen er den detaljerte inndelingen slått sammen til hovedkarakterer, for eksempel ved at Moody's Aa inneholder både Aa1, Aa2 og Aa3. Videre er statsobligasjoner og statsgaranterte obligasjoner uten kredittvurdering gitt utstederlandets kredittvurdering.

Tabell 5-4: Petroleumsforsikringsfondet. Markedsverdi per 31. mars 2008 fordelt etter kredittvurdering. Prosent

Moody's kredittvurdering	Aaa	Aa	A	Ingen
Stats- og statsrelaterte obligasjoner	62,3 %	22,4 %	8,0 %	3,3 %
Pantesikrede obligasjoner	2,8 %	-	-	1,2 %
Sum obligasjoner og andre rentebærende verdipapirer	65,0 %	22,4 %	8,0 %	4,5 %

Retningslinjer for forvaltningen

Tabell 5-5 gir en oversikt over grensene for risikoeksponering som er fastsatt i forskriften og retningslinjene, og den viser den faktiske tilpasningen av porteføljen i forhold til grensene ved slutten av kvartalet. Det var ingen brudd på departementets retningslinjer i første kvartal 2008.

Tabell 5-5: Petroleumsforsikringsfondet. Grenser for risiko og eksponering

Risiko	Grenser	Faktisk				
		31.3.2007	30.6.2007	30.9.2007	31.12.2007	31.3.2008
Markedsrisiko	Maksimalt 0,75 prosentpoeng relativ volatilitet	0,16	0,22	0,45	0,53	0,71
Rente- risiko	Maksimal 5,0 modifisert durasjon	4,00	4,01	3,91	3,95	3,92

Kostnader

Forvaltningsavtalen mellom Olje- og energidepartementet og Norges Bank fastsetter prinsippene for den godtgjøringen Norges Bank skal motta for å utføre forvaltningen av Petroleumsforsikringsfondets portefølje. For 2008 ble det fastsatt en godtgjøringssats på 0,06 prosent av gjennomsnittlig markedsverdi av porteføljen. For første kvartal 2008 utgjorde påløpt godtgjøring 2,2 millioner kroner.

6 Regnskapsrapportering

Nedenfor presenteres regnskapsinformasjon for de porteføljene som forvaltes av Norges Bank Investment Management (NBIM). Regnskapsrapportering for Statens pensjonsfond – Utland og Norges Banks valutareserver inngår i, og er utdrag av, Norges Banks balanse og regnskap. Det er avgitt en særskilt revisjonsuttalelse om Statens pensjonsfond – Utland til Finansdepartementet. Statens petroleumforsikringsfond regnskapsføres av Norges Bank, men dette fondet inngår ikke i bankens regnskap og balanse.

Regnskapsprinsipper

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

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

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

Statens pensjonsfond – Utland

Resultatregnskap (Tall i millioner kroner)	Hittil i året				
	1. kv. 2007	1. kv. 2008	31.12.2007	31.3.2007	31.3.2008
<i>Resultat fra finansielle eiendeler ekskl. valutakursreguleringer</i>					
Renteinntekter innskudd i utenlandske banker	97	100	431	97	100
Renteinntekter utlån knyttet til gjensalgavtaler	7 498	5 632	33 564	7 498	5 632
Netto inntekt/kostnad – gevinst/tap fra:					
- aksjer og andeler	18 037	-121 829	41 627	18 037	-121 829
- obligasjoner og andre rentebærende verdipapirer	6 484	7 725	19 750	6 484	7 725
- finansielle derivater	1 042	-961	5 265	1 042	-961
Rentekostnad innlån knyttet til gjenkjøpsavtaler	-8 133	-6 412	-32 509	-8 133	-6 412
Andre rentekostnader	-18	-16	-118	-18	-16
Andre kostnader	-51	-14	-179	-51	-14
Sum resultat fra forvaltning før valutakursreguleringer	24 955	-115 776	67 831	24 955	-115 776
Valutakursreguleringer	-25 854	-45 159	-146 412	-25 854	-45 159
Sum resultat	-898	-160 935	-78 581	-898	-160 935
Påløpt forvaltningsgodtgjøring	-386	-479	-1 783	-386	-479
Resultat etter forvaltningsgodtgjøring tilført kronekonto	-1 285	-161 414	-80 364	-1 285	-161 414

Balanse (Tall i millioner kroner)	31.12.2007	31.3.2007	31.3.2008
EIENDELER			
FINANSIELLE EIENDELER			
Innskudd i utenlandske banker	23 905	22 382	18 783
Utlån knyttet til gjensalgsvtaler	669 607	699 614	466 204
Aksjer og andeler	945 113	738 332	920 298
Obligasjoner og andre rentebærende papirer	1 120 540	1 142 388	1 158 034
Finansielle derivater	2 094	0	0
Andre fordringer	5 229	33 871	16 004
SUM FINANSIELLE EIENDELER	2 766 488	2 636 586	2 579 322
GJELD OG EIERS KAPITAL			
FINANSIELL GJELD			
Kortsiktig innlån	187	3 068	255
Innlån knyttet til gjenkjøpsavtaler	710 898	712 556	558 914
Finansielle derivater	0	128	4 375
Uoppgjorte handler	33 480	44 644	57 022
Annen gjeld	3 185	0	12 887
Skyldig forvaltningsgodtgjøring	1 783	386	479
SUM FINANSIELL GJELD	749 533	760 783	633 932
Eiers kapital	Note 1	2 016 955	1 875 803
SUM GJELD OG EIERS KAPITAL		2 766 488	2 579 322

Note 1: Eiers kapital

(Tall i millioner kroner)	31.12.2007	31.3.2007	31.3.2008
Innskudd kronekonto per 1.1	1 782 139	1 782 139	2 016 956
Tilførsel i løpet av året	315 180	94 949	89 848
Resultat tilført kronekonto	-78 581	-898	-160 935
Eiers kapital før fratrukk av forvaltningsgodtgjøring	2 018 738	1 876 190	1 945 869
Forvaltningsgodtgjøring til Norges Bank	-1 783	-386	-479
Eiers kapital – Innskudd kronekonto	2 016 955	1 875 803	1 945 390

Note 2. Utlån av verdipapirer

Sum utlån av verdipapirer per 31. mars 2008 utgjør 540 999 millioner kroner. For dette er det stilt sikkerhet for 556 549 millioner kroner. Av sikkerhetsstillelsen er 326 872 millioner reinvestert i gjensalgsvtaler og obligasjoner. Sikkerhetsstillelser og reinvesteringer er ikke inkludert i balansen.

Urealisert verditap på reinvesterte kontantsikkerhetsstillelser er 4 624 millioner kroner. Av dette er 1 536 millioner kroner regnskapsført på resultatlinjen netto inntekt/kostnad og gevinst/tap fra obligasjoner og andre rentebærende verdipapirer i første kvartal 2008.

Note 3: Risiko

Markedsrisiko

Ved utgangen av første kvartal 2008 hadde porteføljen en annualisert markedsrisiko målt i norske kroner på 10,6 prosent, som er høyere enn ved inngangen til året. Bakgrunnen for økningen i risiko er finansuroen i markedet som har fortsatt inn i 2008. I tillegg til økt volatilitet i både rente og aksjemarkedene, vil risikoen på fondsnivå være avhengig av samvariasjonen mellom markedene.

Usikkerhet i verdsettelsen av verdipapirer

For alle verdipapirer som prises på bakgrunn av andre kilder enn observerbare markedspriser, er det en usikkerhet om den benyttede prisen reflekterer et beste anslag på virkelig verdi. Denne usikkerheten er normalt svært begrenset for hoveddelen av de verdipapirene fondet investerer i.

I takt med at uroen i finansmarkedene er forsterket siden sommeren 2007, har verddivurdering vært spesielt krevende og usikker innenfor sektoren pantsikrede obligasjoner og relaterte strukturerte produkter. Det som startet som bekymringer rundt såkalte subprime lån i USA, utviklet seg gjennom 2007 og første kvartal 2008 til en mer generell og dypere kreditt- og likviditetskrise. Den foreløpige bunnen ble nådd da den amerikanske investeringsbanken Bear Stearns ble berget fra konkurs i midten av mars.

Gjennom flere analyser og diskusjoner med ulike aktører i markedet (prisleverandører, meglere og eksterne forvaltere) er det utviklet metoder for verdsettelse som er ment å ta hensyn til denne usikkerheten. Metodene innebærer at verdien av enkelte typer instrumenter er nedjustert gjennom et usikkerhets-/likviditetsfradrag på den verdien som er rapport fra ordinære priskilder. Størrelsen på likviditetsfradraget er avhengig av vurdert usikkerhet i prisen fra prisingskilden.

Nedenfor presenteres vurderingen av markedsverdi for verdipapiriserte obligasjoner, herunder eiendelsobligasjoner (ABS), boliglånsobligasjoner (RMBS) og obligasjoner utstedt mot sikkerhet i forretningseiendommer (CMBS), samt Structured Investment Vehicles (SIV).

Verdipapiriserte obligasjoner (ABS, RMBS og CMBS)

Med bakgrunn i lav likviditet og tilhørende prisusikkerhet for verdipapiriserte obligasjoner har Norges Bank videreutviklet prisusikkerhetmetoden som ble implementert ved årsskiftet. Pantsikrede obligasjoner utstedt av amerikanske føderale kredittinstitusjoner ("Federal Agencies") er fortsatt ekskludert fra justeringen, fordi de anses å ha svært lav kredittrisiko og dermed forholdsvis enkle å priske. Størrelsen på usikkerhetsfradraget er nå avhengig av ikke bare kredittkarakter men i tillegg typen av pantsikret obligasjon (ABS, RMBS og CMBS) og utstedelsesår.

Et samlet urealisert tap på 5,1 milliarder kroner var bokført per 31. mars 2008, hvorav 2,6 milliarder kroner kan henføres til første kvartal 2008 og er resultatført på resultatlinjen netto inntekt/kostnad og gevinst/tap fra obligasjoner og andre rentebærende verdipapir. Av dette tapet stammer 1,0 milliarder kroner fra ordinære priskilder og 1,6 milliarder kroner fra usikkerhetsjusteringen. Av totalt urealisert tap

på 5,1 milliarder kroner er 3,1 milliarder kroner urealisert tap på reinvesterte kontantsikkerhetsstillelser. Nettoeksponeringen mot verdipapiriserte obligasjoner som omfattes av prisusikkerhetsmetoden var på 81,4 milliarder kroner per 31. mars 2008.

Structured Investment Vehicles (SIV)

Structured Investment Vehicles var fremdeles særlig berørt av manglende likviditet og usikkerhet rundt verddivurderingen ved utgangen av første kvartal 2008. Dog har det kommet forholdsvis mye ny informasjon om i hvilken grad sponsorene av de ulike SIV-ene vil stille sikkerhet for at SIV-ene skal kunne møte sine forpliktelser.

Gjennom verdipapirutlånsprogrammene og herunder reinvestering av kontantsikkerhet er fondet eksponert mot seniorpapirene i 13 ulike SIV-er med en samlet verdi på 8,4 milliarder kroner etter justeringer. Ved utgangen av første kvartal 2008 var to av SIV-ene som fondet har eksponering mot, gått i avvikling ("enforcement mode").

Med bakgrunn i lav likviditet og tilhørende prisusikkerhet har Norges Bank utviklet en metode for å klassifisere SIV-ene med hensyn til risiko. Det er i den sammenheng lagt vekt på belåningsgrad, likviditetsgap, aktivasammensetning og i hvilken grad SIV-en er gjenstand for restruktureringsinitiativ. Når man tar hensyn til denne risikoklassifiseringen, er det resultatført et samlet urealisert verditap for SIV-ene med 1,6 milliarder kroner, der 0,4 milliarder kroner relaterer seg til risikoklassifiseringsmetoden og 1,2 milliarder kroner er basert på ordinære priskilder. Dette er bokført som urealisert tap over resultatregnskapet på resultatlinjen netto inntekt/kostnad og gevinst/tap fra obligasjoner og andre rentebærende verdipapirer.

Ved utgangen av 2007 var tilsvarende nedskrivning 1,9 milliarder kroner. Det vil si at det i første kvartal 2008 er inntektsført 0,3 milliarder kroner på tidligere nedskrevet beløp.

Norges Banks valutareserver

Investeringsporteføljen – resultatregnskap og balanse

Regnskapsrapport per 31. mars 2008 bygger på regnskapstall ved offentliggjøring av månedsbalansen for mars (14. april 2008). Som følge av senere kvalitetssikring av priser er obligasjonsporteføljens verdi nedskrevet med 288 millioner kroner.

Nedskrivningen følger de samme prinsipper som er beskrevet i note 3 til Statens pensjonsfond – Utland. Det er tatt hensyn til prisjusteringen i avkastningsmålingen.

Resultatregnskap (Tall i millioner kroner)	Hittil i året				
	1. kv. 2007	1. kv. 2008	31.12.2007	31.3.2007	31.3.2008
<i>Resultat fra finansielle eiendeler ekskl. valutakursreguleringer</i>					
Renteinntekter innskudd i utenlandske banker	-3	-2	-104	-3	-2
Renteinntekter utlån knyttet til gjensalgsvtaler	918	578	3 798	918	578
Netto inntekt/kostnad – gevinst/tap fra:					
- aksjer og andeler	1 918	-11 151	3 676	1 918	-11 151
- obligasjoner og andre rentebærende verdipapirer	857	1 810	2 572	857	1 810
- finansielle derivater	447	-844	1 032	447	-844
Rentekostnad innlån knyttet til gjenkjøpsavtaler	-1 208	-886	-4 751	-1 208	-886
Andre rentekostnader	-19	-3	-21	-19	-3
Andre kostnader	-20	-21	-118	-20	-21
Sum resultat fra forvaltning før valutakursreguleringer	2 892	-10 519	6 085	2 892	-10 519
Valutakursreguleringer	-3 159	-4 324	-16 678	-3 159	-4 324
Sum resultat	-267	-14 843	-10 593	-267	-14 843

Balanse (Tall i millioner kroner)	31.12.2007	31.3.2007	31.3.2008
FINANSIELLE EIENDELER			
Innskudd i utenlandske banker	1 490	1 280	1 415
Utlån knyttet til gjensalgsvtaler	61 849	86 658	45 896
Aksjer og andeler	88 489	90 062	75 066
Obligasjoner og andre rentebærende papirer	158 017	162 655	154 481
Finansielle derivater	0	561	0
Andre fordringer	61	49	36
SUM FINANSIELLE EIENDELER	309 905	341 266	276 894
FINANSIELL GJELD			
Kortsiktig innlån	5	3 834	229
Innlån knyttet til gjenkjøpsavtaler	85 196	100 290	69 306
Finansielle derivater	436	0	777
Uoppgjorte handler	2 773	2 529	3 428
Annen gjeld	7 493	10 348	3 979
SUM FINANSIELL GJELD	95 903	117 000	77 719
NETTO PORTEFØLJE	214 002	224 266	199 175

Petrobufferporteføljen – resultatregnskap og balanse

Resultatregnskap (Tall i millioner kroner)	Hittil i året				
	1. kv. 2007	1. kv. 2008	31.12.2007	31.3.2007	31.3.2008
<i>Resultat fra finansielle eiendeler ekskl. valutakursreguleringer</i>					
Renteinntekter innskudd i utenlandske banker	65	0	197	65	0
Renteinntekter utlån knyttet til gjensalgsvtaler	201	149	511	201	149
Rentekostnad innlån knyttet til gjenkjøpsavtaler	0	0	-1	0	0
Andre rentekostnader	0	-25	-76	0	-25
Andre kostnader	-1	0	-1	-1	0
Sum resultat fra forvaltning før valutakursreguleringer	265	124	630	265	124
Valutakursreguleringer	-544	132	-1 119	-544	132
Sum resultat	-279	256	-489	-279	256

Balanse (Tall i millioner kroner)	31.12.2007	31.3.2007	31.3.2008
FINANSIELLE EIENDELER			
Innskudd i utenlandske banker	7	1	46
Utlån knyttet til gjensalgsvtaler	10 121	23 394	11 015
Finansielle derivater	0	9	0
Andre fordringer	2 273	0	11 678
SUM FINANSIELLE EIENDELER	12 401	23 404	22 738
FINANSIELL GJELD			
Finansielle derivater	0	0	33
Annen gjeld	0	23 128	15 644
SUM FINANSIELL GJELD	0	23 128	15 677
Ikke bokførte uoppgjorte kontrakter	1 651	2 929	2 782
NETTO PORTEFØLJE	14 052	3 205	9 843

Statens petroleumforsikringsfond

Resultatregnskap og balanse

Resultatregnskap (Tall i tusen kroner)			Hittil i året		
	1. kv. 2007	1. kv. 2008	31.12.2007	31.3.2007	31.3.2008
<i>Resultat fra finansielle eiendeler ekskl. valutakursreguleringer</i>					
Renteinntekter innskudd i utenlandske banker	122	179	980	122	179
Renteinntekter utlån knyttet til gjensalgsvtaler	34 444	32 105	152 277	34 444	32 105
Netto inntekt/kostnad – gevinst/tap fra:					
- obligasjoner og andre rentebærende verdipapirer	87 799	304 588	612 503	87 799	304 588
- finansielle derivater	-1 908	2 846	-2 813	-1 908	2 846
Rentekostnad innlån knyttet til gjenkjøpsavtaler	-32	-297	-1 349	-32	-297
Andre rentekostnader	-28	-27	-213	-28	-27
Andre kostnader	0	0	0	0	0
Sum resultat fra forvaltning før valutakursreguleringer	120 396	339 394	761 385	120 396	339 394
Valutakursreguleringer	-221 108	-339 700	-1 221 042	-221 108	-339 700
Sum resultat	-100 711	-306	-459 657	-100 711	-306
Påløpt forvaltningsgodtgjøring	-2 273	-2 192	-9 192	-2 273	-2 192
Resultat etter forvaltningsgodtgjøring	-102 985	-2 498	-468 848	-102 985	-2 498

Balanse (Tall i tusen kroner)	31.12.2007	31.3.2007	31.3.2008
FINANSIELLE EIENDELER			
Innskudd i utenlandske banker	11 856	11 719	30 221
Utlån knyttet til gjensalgsvtaler	3 122 679	3 230 844	2 573 292
Obligasjoner og andre rentebærende papirer	11 828 173	12 069 604	11 610 748
Finansielle derivater	0	0	0
Uoppgjorte handler	0	0	0
Andre fordringer	2 309	800	2 300
SUM FINANSIELLE EIENDELER	14 965 017	15 312 966	14 216 561
FINANSIELL GJELD			
Kortsiktig innlån	26 753	0	0
Innlån knyttet til gjenkjøpsavtaler	61 517	0	0
Finansielle derivater	5 979	5 352	1 484
Uoppgjorte handler	49 202	222 286	161 550
Annen gjeld	0	0	0
Skyldig forvaltningsgodtgjøring	9 192	2 273	2 192
SUM FINANSIELL GJELD	152 642	229 911	165 227
NETTO PORTEFØLJE	14 812 374	15 083 055	14 051 334

Vedlegg

I Referanseporteføljer

Statens pensjonsfond - Utland

Finansdepartementet fastsetter retningslinjer for forvaltningen av Statens pensjonsfond – Utland. Retningslinjene er tilgjengelig på Norges Banks nettsted (www.norges-bank.no).

Finansdepartementet har fastsatt en referanseportefølje som gjenspeiler den strategien som fondet skal følge. Denne porteføljen består av konkrete aksjer og obligasjoner som er satt sammen etter faste kriterier. Referanseporteføljen er viktig for styringen av risikoen i fondet og for å vurdere resultatene av Norges Banks forvaltning.

Statens pensjonsfond – Utland. Referanseportefølje 31. mars 2008. Prosent

Land for aksjereferansen Valuta for rentereferansen	Aksjer		Renteinstrumenter	
	Strategisk referanseportefølje	Faktisk referanseportefølje	Strategisk referanseportefølje	Faktisk referanseportefølje
Vekt aktivklasser	60,0	47,8	40,0	52,2
Belgia		0,9		
Finland		1,2		
Frankrike		8,3		
Hellas		0,6		
Irland		0,5		
Italia		3,0		
Nederland		2,3		
Portugal		0,3		
Spania		3,5		
Tyskland		6,5		
Østerrike		0,5		
Euroområdet (EUR)		27,6		49,2
Storbritannia (GBP)		15,2		9,2
Danmark (DKK)		0,8		0,6
Sveits (CHF)		5,1		0,5
Sverige (SEK)		2,0		1,3
Sum Europa	50,0	50,7	60,0	60,8
USA (USD)		29,5		31,9
Brasil		1,2		
Canada (CAD)		2,6		2,2
Mexico		0,4		
Sør-Afrika		0,6		
Sum Amerika/Afrika	35,0	34,3	35,0	34,2
Australia (AUD)		2,5		0,2
Hong Kong		1,6		
Japan (JPY)		7,3		4,6
New Zealand (NZD)		0,1		0,1
Singapore (SGD)		0,5		0,2
Sør-Korea		1,6		
Taiwan		1,4		
Sum Asia/Oseania	15,0	15,0	5,0	5,1

Den strategiske referanseporteføljen for fondet er satt sammen av FTSEs aksjeindekser for selskaper i 27 land og av Lehman Global Aggregate og Lehman Global Real renteindekser i valutaene til 21 land. Aksjer utgjør 60 prosent av den strategiske referanseporteføljen, mens rentebærende instrumenter utgjør 40 prosent.⁶ Innenfor aksjedelen av referansen utgjør aksjer notert på børser i Europa 50 prosent, Amerika/Afrika 35 prosent og Asia/Oseania 15 prosent. Innenfor rentedelen er andelene 60 prosent i Europa, 35 prosent i Amerika og 5 prosent i Asia/Oseania.

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

Det utløses full rebalansering dersom den faktiske referanseporteføljen over tid ligger for langt fra den strategiske referanseporteføljen.

Vektene i strategisk og faktisk referanseportefølje fremgår av tabellen over. Vektene i rentereferansen gjelder den valutaen verdipapirene lyder på. Det er derfor ikke oppgitt andeler for hvert land innenfor euroområdet.

Norges Banks valutareserver – investeringsporteføljen

Norges Banks hovedstyre fastsetter retningslinjer for forvaltningen av valutareservene. Retningslinjene er tilgjengelig på Norges Banks nettsted (www.norges-bank.no).

Hovedstyret har fastsatt en referanseportefølje som gjenspeiler den strategien som porteføljen skal følge. Referanseporteføljen består av konkrete aksjer og obligasjoner som er satt sammen etter faste kriterier. Den er viktig for styringen av risikoen i investeringsporteføljen og for å vurdere resultatene av NBIMs forvaltning.

Den strategiske referanseporteføljen for investeringsporteføljen er satt sammen av FTSEs aksjeindekser for selskaper i 27 land og av Lehman Global Aggregates renteindekser i 11 valutaer. Aksjer utgjør 40 prosent av den strategiske referanseporteføljen, mens rentebærende instrumenter utgjør 60 prosent. Innenfor aksjedelen av referansen utgjør aksjer notert på regulerte markedsplasser i Europa 50 prosent, Amerika/Afrika 35 prosent og Asia/Oseania 15 prosent. Innenfor rentedelen er andelene 60 prosent i Europa, 35 prosent i Amerika og 5 prosent i Asia/Oseania.

Aktivaklasse- og regionvektene endres fortløpende som følge av endringer i markedsprisene på papirene som inngår i referanseporteføljen. Dette betyr at den

⁶ Finansdepartementet vedtok i 2007 å øke aksjeandelen i Statens pensjonsfond – Utland fra 40 til 60 prosent. Norges Bank har avtalt med departementet en tidsplan for opptrapping av aksjeandelen.

faktiske referanseporteføljen kan avvike fra den strategiske referanseporteføljen. Dersom den faktiske referanseporteføljen over tid ligger for langt fra den strategiske referanseporteføljen, må en full rebalansering gjennomføres for å bringe vektene tilbake til de strategiske vektene. Hovedstyret har fastsatt regler for dette.

Vektene i strategisk og faktisk referanseportefølje fremgår av tabellen nedenfor. Vektene i rentereferansen gjelder den valutaen verdipapirene lyder på. Det er derfor ikke oppgitt andeler for hvert land innenfor euroområdet.

Investeringsporteføljen. Referanseportefølje 31. mars 2008. Prosent

Land for aksjereferansen Valuta for rentereferansen	Aksjer		Renteinstrumenter	
	Strategisk referanseportefølje	Faktisk referanseportefølje	Strategisk referanseportefølje	Faktisk referanseportefølje
Vekt aktivklasser	40,0	37,6	60,0	62,4
Belgia		0,9		
Finland		1,3		
Frankrike		8,3		
Hellas		0,6		
Irland		0,5		
Italia		3,0		
Nederland		2,3		
Portugal		0,3		
Spania		3,5		
Tyskland		6,5		
Østerrike		0,5		
Euroområdet (EUR)		27,7		50,2
Storbritannia (GBP)		15,2		9,4
Danmark (DKK)		0,8		0,6
Sveits (CHF)		5,1		0,5
Sverige (SEK)		2,0		1,3
Sum Europa	50,0	50,8	60,0	62,0
USA (USD)		28,9		30,5
Brasil		1,2		
Canada (CAD)		2,6		2,1
Mexico		0,4		
Sør-Afrika		0,6		
Sum Amerika/Afrika	35,0	33,6	35,0	32,6
Australia (AUD)		2,7		0,2
Hong Kong		1,6		
Japan (JPY)		7,6		4,9
New Zealand (NZD)		0,1		0,1
Singapore (SGD)		0,5		0,2
Sør-Korea		1,7		
Taiwan		1,5		
Sum Asia/Oseania	15,0	15,6	5,0	5,3

Statens petroleumsforsikringsfond

Olje- og energidepartementet har fastsatt en strategisk referanseportefølje for Statens petroleumsforsikringsfond som består av 50 prosent euro, 15 prosent britiske pund og 35 prosent amerikanske dollar. Referanseindeksen består av Lehman Global Aggregate Treasury Indices (statsobligasjonsindekser) for de tre valutaene og et pengemarkedsinnskudd for å vekte renterisikoen målt ved modifisert durasjon i hver valuta til 4.

I løpet av året varierer valutavektene i den faktiske referanseporteføljen med markedsutviklingen, men settes ved inngangen til juli måned hvert år tilbake til de strategiske valutavektene. Tabellen nedenfor viser vektene i fondets faktiske og strategiske referanseportefølje ved utgangen av første kvartal 2008.

Statens petroleumsforsikringsfond. Referanseportefølje 31. mars 2008. Prosent

Valuta	Strategisk referanseportefølje	Faktisk referanseportefølje
Euro	50,0	52,7
Britiske pund	15,0	13,7
Amerikanske dollar	35,0	33,6
Sum	100	100

II Selskaper som er trukket ut fra investeringsuniverset

Finansdepartementet har fastsatt etiske retningslinjer for forvaltningen av Statens pensjonsfond – Utland. Et av virkemidlene er utøvelse av eierskap for å sikre de finansielle interessene. Dette er Norges Banks ansvar, og vi viser til NBIMs årsberetning for 2007 for en nærmere omtale. Finansdepartementet har ansvar for utelukkelse av selskaper fra investeringsuniverset. Det fremgår av tabellene nedenfor hvilke selskaper som departementet hadde utelukket fra investeringsuniverset per 31. mars 2008. De samme selskapene er også utelukket fra investeringsuniverset til Norges Banks valutareserver.

*Selskaper som Finansdepartementet har trukket fra investeringsuniverset pr. 31. mars 2008**

Dato	Årsak	Selskap
26. april 2002	Antipersonell landminer	Singapore Technologies, Singapore
31. august 2005	Klasevåpen	Alliant Techsystems Inc., USA EADS Company N.V., Nederland** EADS Finance B.V., Nederland** General Dynamics Corporation, USA L-3 Communications Holdings Inc., USA Lockheed Martin Corporation, USA Raytheon Company, USA Thales SA, Frankrike
31. desember 2005	Kjernevåpen	BAE Systems Plc, Storbritannia Boeing Company, USA Finmeccanica SpA, Italia Honeywell International Inc., USA Northrop Grumman Corp., USA Safran SA, Frankrike United Technologies Corp., USA
31. mai 2006	Krenkelser av menneskerettighetene	Wal-Mart Stores Inc, USA Wal-Mart de Mexico SA, Mexico
31. mai 2006	Miljøskade	Freeport McMoRan Copper and Gold Inc., USA
30. november 2006	Klasevåpen	Poongsan Corporation, Sør-Korea
31. mars 2007	Miljøskade	DRD Gold Limited, Sør-Afrika
31. oktober 2007	Miljøskade og krenkelser av menneskerettigheter	Vedanta Resources plc, Storbritannia Sterlite Industries Ltd., India Madras Aluminium Company, India
31. desember 2007	Kjernevåpen	GenCorp Inc., USA Serco Group plc, Storbritannia
31. desember 2007	Klasevåpen	Hanwha Corporation, Sør-Korea

* Selskapet KerrMcGee Corporation ble utelukket 31. mai 2005 fordi selskapet var involvert i Vest-Sahara. Denne aktiviteten ble avsluttet våren 2006, og selskapet (senere fusjonert med Anadarko Petroleum) ble tillatt igjen fra 30. juni 2006.

** EADS ble først utelukket 31. august 2005 fordi selskapet var involvert i produksjon av klasevåpen. EADS produserer ikke lenger klasevåpen. Imidlertid er EADS involvert i produksjon av kjernevåpen, og på dette grunnlaget opprettholdt Finansdepartementet utelukkelsen 10. mai 2006.