

Forvaltning av Statens petroleumsfond

Rapport for tredje kvartal 2005

Sammendrag

I tredje kvartal 2005 var periodeavkastningen av Statens petroleumsfond 3,21 prosent målt i den valutakurven som svarer til sammensetningen av Petroleumsfondets referanseportefølje. Samlet for de tre første kvartalene i 2005 var avkastningen 8,27 prosent.

Avkastningen på aksjeporteføljen var i tredje kvartal 8,24 prosent. Det var kursoppgang i alle hovedmarkedene i løpet av kvartalet. Renteporteføljen hadde en svakt negativ avkastning på -0,07 prosent målt i valutakurven. Kursene falt i USA og i Japan, mens de steg noe i de europeiske obligasjonsmarkedene.

I tredje kvartal 2005 var avkastningen på Petroleumsfondets portefølje 0,18 prosentpoeng høyere enn avkastningen på den referanseporteføljen som Finansdepartementet har definert. Samlet for de tre første kvartalene i 2005 var meravkastningen på 0,53 prosentpoeng.

Markedsverdien på fondets samlede verdipapirportefølje var 1 281,1 milliarder kroner ved utgangen av tredje kvartal, noe som er en økning på 97,2 milliarder i løpet av kvartalet. Økningen i markedsverdi skyldes positiv avkastning målt i internasjonal valuta med 38,2 milliarder, og tilførsel av nye midler med 65,3 milliarder kroner. En sterkere kronekurs i forhold til investeringsvalutaene bidro til en reduksjon av fondets verdi med 6,3 milliarder kroner. Endring i kronekursen har imidlertid ingen betydning for fondets internasjonale kjøpekraft.

1. Hovedtall

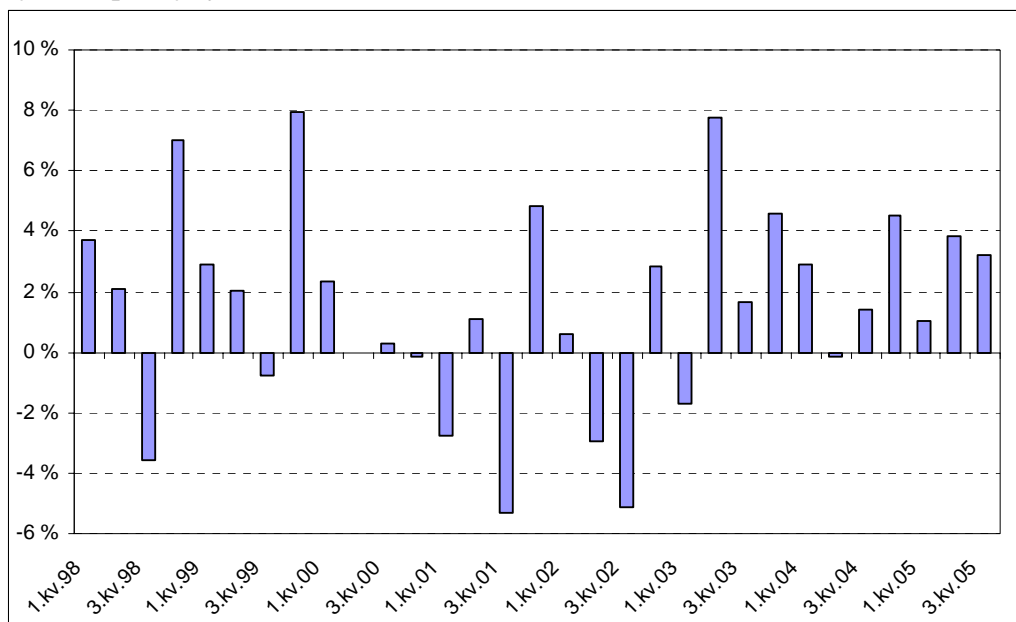
Avkastningen i tredje kvartal 2005 var 3,21 prosent, målt i den valutakurven som svarer til sammensetningen av Petroleumsfondets referanseportefølje. Målt i forhold til referanseporteføljens valutakurv hadde aksjeporteføljen en avkastning på 8,24 prosent i kvartalet, mens avkastningen for renteporteføljen var -0,07 prosent. Tabell 1 viser avkastningstall målt mot ulike valutaer.

Tabell 1: Avkastningen i Petroleumsfondet tredje kvartal 2005 målt mot ulike referansevalutaer (prosent)

	Aksjer	Renter	Total
Fondets valutakurv	8,24	-0,07	3,21
Importvektet valutakurv	7,71	-0,55	2,71
Amerikanske dollar	7,84	-0,43	2,83
Euro	8,29	-0,02	3,26
Norske kroner	7,62	-0,64	2,62

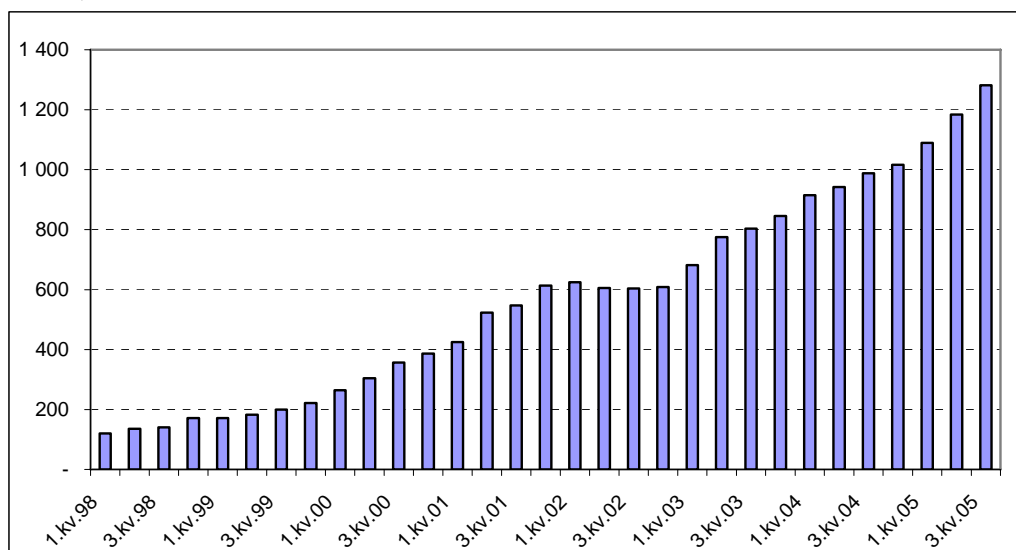
Fra fondet for første gang ble investert i aksjer i 1998 har den gjennomsnittlige kvartalsavkastningen målt i valuta vært 1,49 prosent. Figur 1 viser avkastningen hvert kvartal.

Figur 1: Kvartalsvis avkastning av Petroleumsfondet (prosent, målt i referanseporteføljens valutakurv)



Petroleumsfondet har vokst med 1 168 milliarder kroner fra 1. januar 1998 (jf. figur 2). I løpet av disse årene er det tilført 992 milliarder kroner til fondet. Avkastningen målt i internasjonal valuta har økt verdien med 268 milliarder kroner, mens en sterkere krone i forhold til investeringsvalutaene har redusert fondets verdi med 92 milliarder kroner. Endring i kronekursen har imidlertid ingen betydning for fondets internasjonale kjøpekraft.

Figur 2: Markedsverdien av Petroleumsfondet 1998-2005 (milliarder norske kroner)



Fondets årlige netto realavkastning (etter fradrag for forvaltningskostnader og prisstigning) har siden 1. januar 1997 vært på 4,3 prosent. Tabell 2 viser avkastningen fram til utgangen av tredje kvartal 2005, regnet som årsrate fra 1. januar i hvert av årene 1997-2004. Prisveksten er et vektet gjennomsnitt av konsumprisveksten i de land som er med i referanseporteføljen.

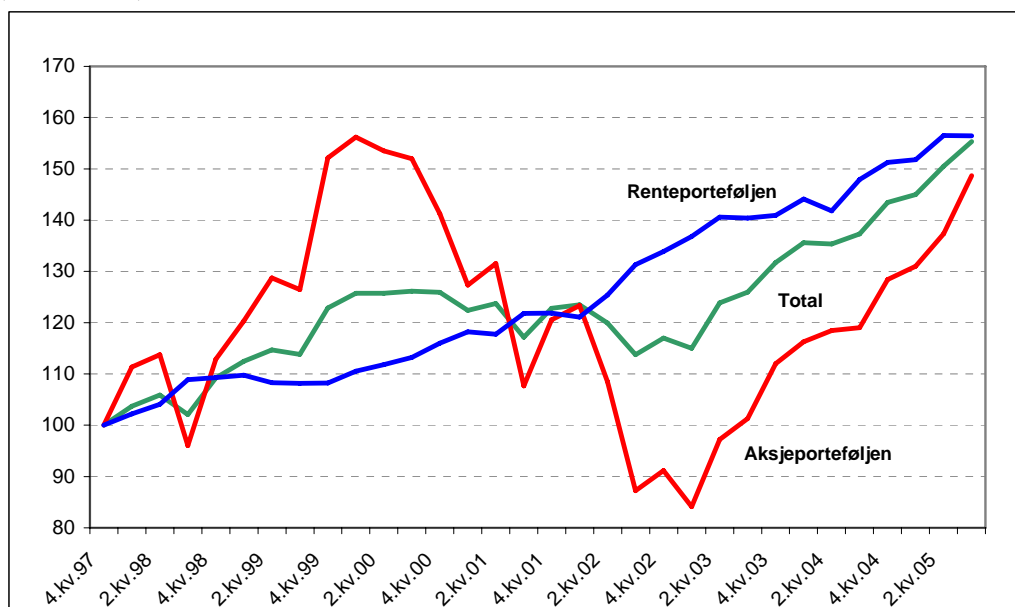
Tabell 2: Årlige avkastningsrater for Petroleumsfondet fram til utgangen av tredje kvartal 2005 (målt i referanseporteføljens valutakurv, prosent pr. år)

	Brutto årlig avkastning	Årlig prisvekst	Årlige forv. kostnader	Årlig netto realavkastning	Årlig brutto meravkastning
Fra 01.01.97	6,21	1,75	0,09	4,30	0,45
Fra 01.01.98	5,85	1,75	0,09	3,94	0,47
Fra 01.01.99	5,35	1,87	0,09	3,32	0,51
Fra 01.01.00	4,17	1,98	0,09	2,05	0,39
Fra 01.01.01	4,52	1,97	0,10	2,41	0,41
Fra 01.01.02	6,47	2,19	0,10	4,09	0,49
Fra 01.01.03	10,87	2,29	0,10	8,29	0,60
Fra 01.01.04	9,89	2,69	0,10	6,91	0,61

Avkastningen som Norges Bank oppnår på faktisk portefølje blir målt i forhold til avkastningen på referanseporteføljen som Finansdepartementet har fastsatt. Forskjellen mellom avkastningstallene gir den brutto meravkastning som Norges Bank har bidratt med. Høyre kolonne i tabell 2 viser at brutto meravkastning i gjennomsnitt har vært på 0,45 prosentpoeng pr. år regnet fra 1. januar 1997.

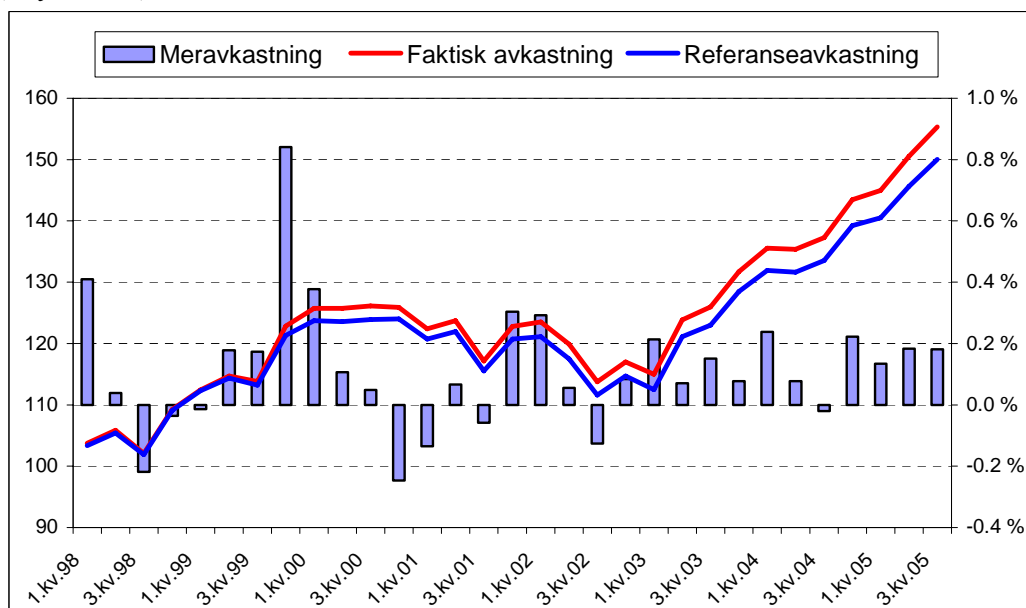
Den akkumulerte avkastningen av Petroleumsfondet fra 1. januar 1998 til utgangen av tredje kvartal 2005 har vært 55,4 prosent (jf. figur 3). I løpet av denne perioden har aksjeporteføljen hatt en akkumulert avkastning på 48,7 prosent, mens renteporteføljen har hatt en avkastning på 56,4 prosent.

Figur 3: Indeks for akkumulert avkastning av delporteføljene i Petroleumsfondet (1998-2005)



Siden 1998 har akkumulert avkastning på referanseporteføljen vært 50,0 prosent mens den faktiske avkastningen har vært 55,4 prosent (jf. figur 4). Akkumulert brutto meravkastning målt i valutakurven har vært på til sammen 5,3 prosentpoeng, som i beløp tilsvarer 19,7 milliarder kroner.

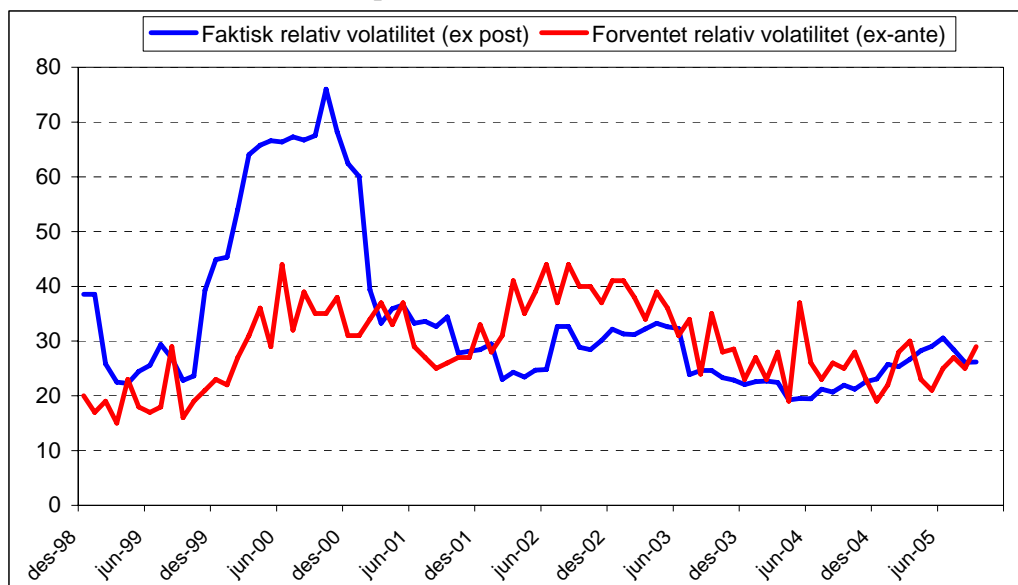
Figur 4: Indeks for akkumulert faktisk avkastning og referanseavkastning målt i valutakurven (venstre akse) og kvartalsvis brutto meravkastning i prosentpoeng (høyre akse)



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 (forklart i kapittel 5 nedenfor). Den røde linjen i figur 5 viser utviklingen i forventet relativ volatilitet fra og med desember 1998.

Figur 5: Forventet relativ volatilitet og faktisk relativ volatilitet ved utgangen av hver måned 1999 - 2005 (basispunkter)



I ettertid kan vi bruke variasjonen i avviket mellom avkastningen av den faktiske porteføljen og av referanseporteføljen (dvs. variasjonen i meravkastningen) som et mål for hva den relative markedsrisikoen faktisk har vært (den blå linjen i figuren). Denne volatiliteten er beregnet som årsrate fra 12 måneders rullerende vinduer.

Både forventet volatilitet og faktisk volatilitet kan svinge mye også ved uendret grad av aktiv forvaltning. Dette skyldes at målene påvirkes av ulike trekk i markedsutviklingen, som for eksempel endringer i volatiliteten i markedene og i korrelasjoner mellom de ulike aktivaklasser og verdipapirer. Relativ volatilitet har hele tiden ligget godt under den grensen som Finansdepartementet har satt for den relative markedsrisikoen i Petroleumsfondets portefølje.

Informasjonsraten er et mål på dyktighet i operativ forvaltning. Denne raten er forholdstallet mellom brutto meravkastning pr. år og relativ markedsrisiko (her målt som faktisk standardavvik for differanseavkastningen). Som gjennomsnitt fra første kvartal 1998 til og med tredje kvartal 2005 har informasjonsraten for fondet vært på 1,23 målt som årsrate. Tabell 3 gir en historisk oversikt over informasjonsraten for fondet samlet og for hver aktivaklasse.

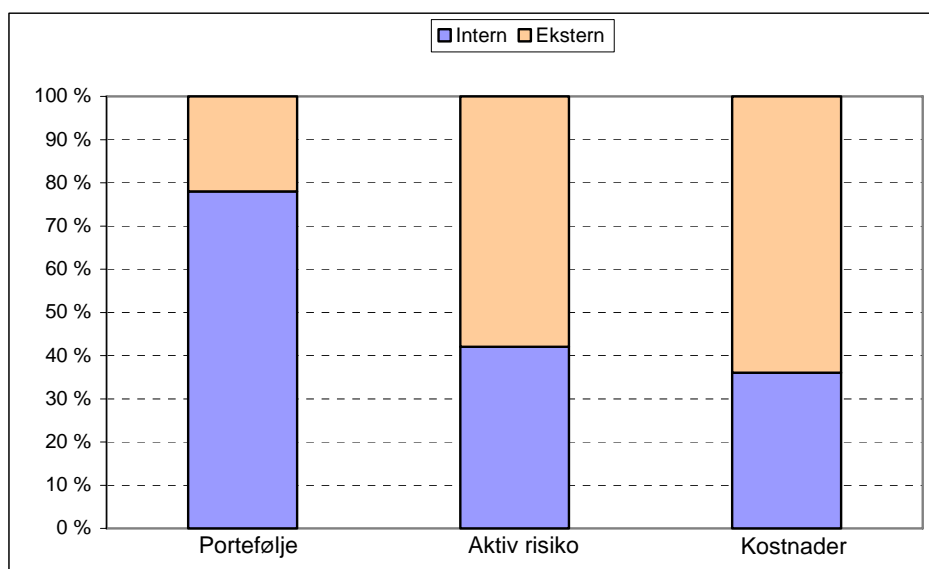
Tabell 3: Informasjonsrater

Periode	Petroleumsfondet	Aksjer	Renter
Siste 12 måneder	2,75	2,03	2,81
Siden 2002	1,91	1,09	3,25
Siden 1999	1,35	1,11	1,91

Ved utgangen av tredje kvartal ble 22 prosent av Petroleumsfondet forvaltet av eksterne forvaltere. Samtidig utgjorde kostnadene ved ekstern forvaltning 64 prosent av de samlede forvaltningskostnadene. Den eksterne forvaltningen stod for anslagsvis 58 prosent av den samlede risiko knyttet til aktiv forvaltning (figur 6).

Den eksterne forvaltningen er i all hovedsak aktiv, mens en større del av den interne forvaltningen er knyttet til utvidet indeksering. Aktiv forvaltning er klart dyrere enn indeksforvaltning, og det forklarer i noen grad at enhetskostnadene i den eksterne forvaltningen er langt høyere enn i den interne. Men også sammenlignbar forvaltning er billigere hos interne enn hos eksterne forvaltere. Eksterne forvaltere med spesialistkompetanse brukes for å oppnå tilstrekkelig bredde og omfang i den aktive forvaltningen, og meravkastningen fra eksternforvaltningen har klart oversteget merkostnadene.

Figur 6: Fordeling av portefølje, forvaltningskostnader og aktiv risiko* mellom intern og ekstern forvaltning (prosent)



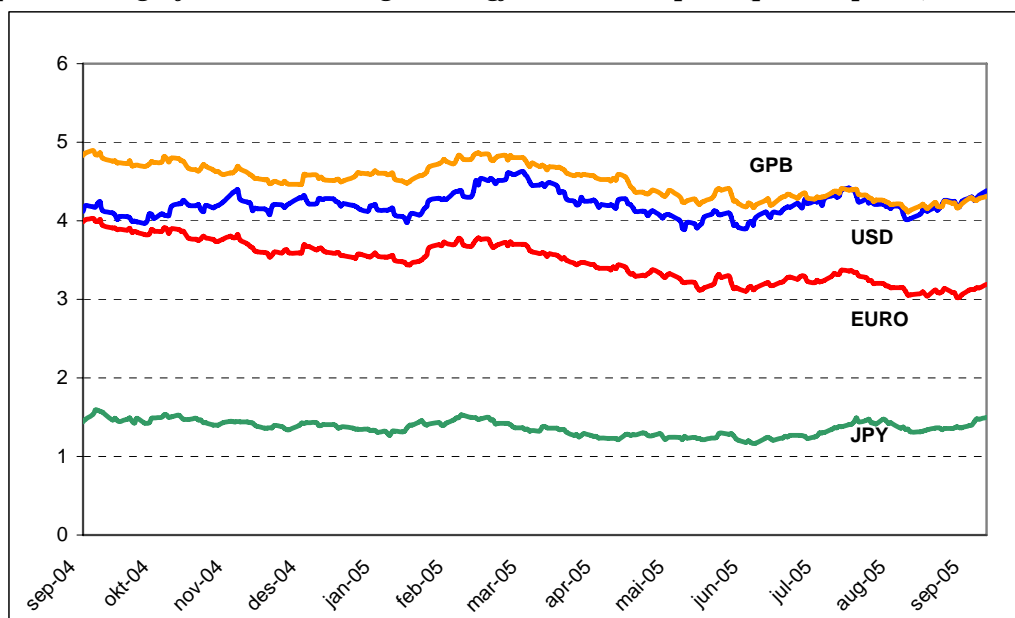
* Det finnes ingen absolutt korrekt måte å beregne fordelingen av aktiv risiko på. Fordelingen i figuren bygger på en summering av risikoen (VaR) i interne og eksterne mandater, uten hensyn til korrelasjon mellom de ulike mandatene.

2. Markedsutviklingen

Rentemarkedene

Obligasjonsrentene i hovedmarkedene hadde en stigende utvikling i løpet av tredje kvartal. Renten på statsobligasjoner med ti års løpetid steg med mellom 0,30 og 0,40 prosentpoeng i USA og i Japan, mens oppgangen i Europa var på omlag 0,10 prosentpoeng (figur 7).

Figur 7: Utviklingen i de viktigste obligasjonsmarkedene siste 12 måneder. Rentene på statsobligasjoner med om lag 10 års gjenværende løpetid (prosent pr. år)



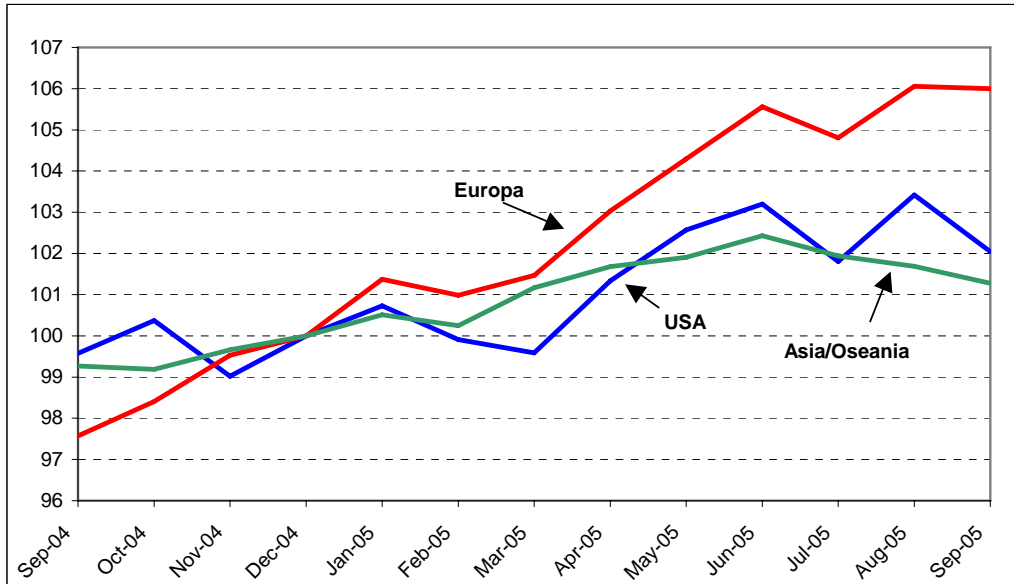
Obligasjonsrentene i USA steg i begynnelsen av kvartalet etter at økonomiske nøkkeltall indikerte en sterkere vekst enn ventet. Tallene viste vekst i produksjonen, tegn til økende innenlands etterspørsel, og vekst i sysselsettingen. I ukene etter ødeleggelsene i New Orleans snudde denne utviklingen, og de langsiktige rentene falt. Dette hadde sammenheng med en forventning om at høye olje- og bensinpriser ville føre til en vridning av etterspørselen fra annet forbruk. Dette ville i så fall kunne virke dempende på konsumetterspørselen og veksten i USA. Mot slutten av kvartalet steg rentene over hele løpetidsspekteret som følge av forventninger om at virkningen av ødeleggelsen fra orkanene ville bli forbigående, og at sentralbanken ville fortsette den gradvise økningen av signalrentene.

De langsiktige rentene i USA har vært relativt stabile de siste 12 månedene sett under ett, til tross for at sentralbanken i USA har hevet signalrenten fra 2,25% til 3,75% i løpet av perioden. Dette er en indikasjon på at de langsiktige inflasjonsforventningene er relativt stabile. Etterspørsel etter amerikanske statsobligasjoner fra pensjonsfond og asiatiske sentralbanker har også bidratt til å holde obligasjonsrentene lave.

I euro området har den økonomiske veksten vært langt lavere enn i USA, slik at både signalrentene og obligasjonsrentene har hatt en forskjellig utvikling. Den europeiske sentralbanken (ECB) har holdt uendrede signalrenter siden juni 2003. Samtidig har det langsiktige rentenivået vært fallende slik at 10-årsrentene ved utgangen av kvartalet er omlag 1 prosentpoeng lavere i Tyskland enn i USA.

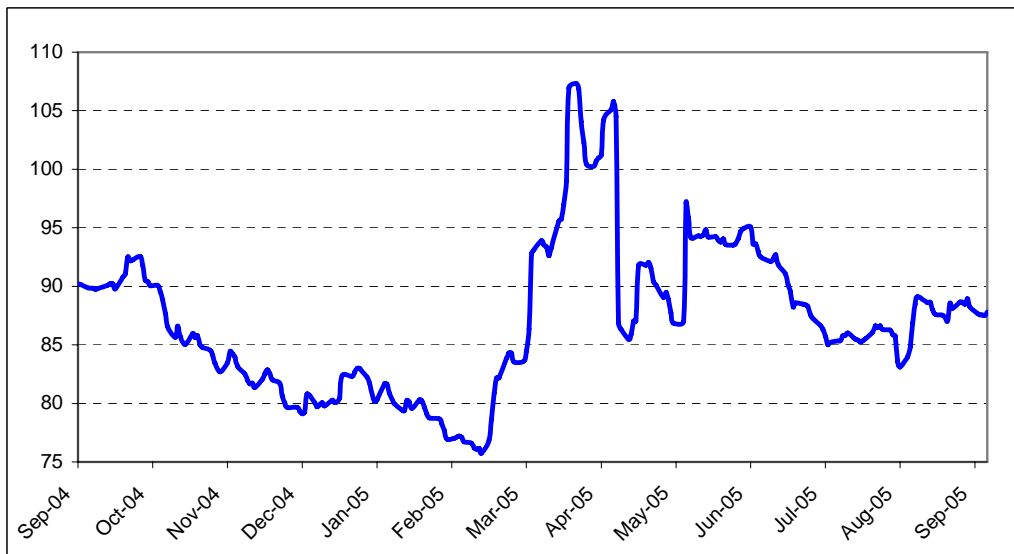
Den økonomiske veksten i Japan har tatt seg opp i løpet året. Det er særlig vekst i innenlandsk privat etterspørsel har bidratt til oppgangen. Undersøkelser som kartlegger vekstforventningen innenfor sektorer av næringslivet viser også økende optimisme. Økte energipriser bidrar til at inflasjonen er på vei opp fra de deflatoriske nivåer vi har sett i tidligere år. Samlet har disse faktorene bidratt til oppgangen i de langsiktige rentene.

Figur 8: Verdiutviklingen på Lehman Global Aggregates statspapirindekser i hovedmarkedene de siste 12 måneder (31.12.2004=100)



Utviklingen i Lehman Global Aggregates statspapirindekser i hovedmarkedene de siste 12 måneder fremgår av figur 8. I Europa var avkastningen i tredje kvartal 2005 på 0,4 prosent, i Asia på –1,1 prosent og i USA på –1,1 prosent.

Figur 9: Differansen mellom renten på kreditt¹- og statspapirer i USA (basispunkter)



Renteforskjellen mellom kreditt- og statspapirer (kreditspreaden) i USA ble noe mindre i løpet av tredje kvartal (jf. figur 9). Kreditspreadene, spesielt for kvalitetsselskaper har holdt seg relativt lave til tross for to store konkurser innenfor

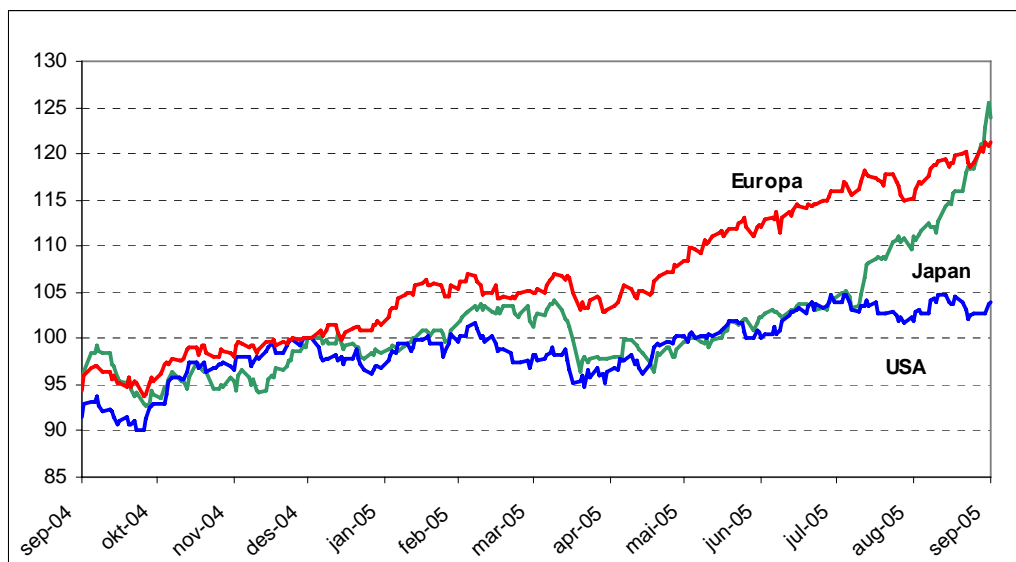
¹ Selskapspapirer med kredittrating AAA fra Standard & Poor's.

flybransjen (Delta og Northwestern). Dette har sammenheng med en generell positiv kursutvikling i aksjemarkedene og i amerikansk økonomi.

Aksjemarkedene

Det var en positiv kursutvikling i de viktigste aksjemarkedene i tredje kvartal (figur 10). Oppgangen var særlig sterk i Japan og i Europa der kursene målt ved FTSE-indeksen steg med henholdsvis 21,0 og 8,2 prosent. Kursoppgangen i USA var på 3,8 prosent.

Figur 10: Verdiutviklingen målt i lokal valuta i FTSE aksjeindekser i hovedmarkedene siste 12 måneder (31.12.2004 = 100)



En årsak til den store forskjellen i avkastning mellom markedene ligger dels i at de enkelte industrisektorer har forskjellig vekt i de ulike markedene. Men også utviklingen innen samme sektor har til dels vært forskjellig mellom regionene. Eksempelvis har amerikansk bilindustri hatt en svak utvikling siden de i stor grad har basert produksjonen på store biler med høyt drivstofforbruk. Japanske og koreanske bilprodusenter er på den andre siden av spektret med produksjon av mindre og mer drivstoffeffektive biler. Dette var en av årsakene til at produksjonen av transportmidler i Japan utviklet seg svært positivt i tredje kvartal, mens den samme sektoren i USA hadde en svak utvikling. Den sterke økonomiske veksten i Kina var også positiv for Japan som eksporterer mye metaller og maskiner til Kina. Flere innenlandske sektorer i Japan hadde også en høy avkastning som følge av sterkere innenlands etterspørsel og økt låneetterspørsel i Japan.

Situasjonen i Europa har vært noe forskjellig fra Japan og USA. Den innenlandske etterspørselen i Europa har vært langt svakere enn i Japan, og har således ikke bidratt sterkt til oppgang i aksjekursene. De fleste sektorene i Europa med unntak av olje har hatt en høyere avkastning enn hva som har vært tilfelle i USA.

I tillegg til bilproduksjon har sektorer i USA som finans, telekommunikasjon, og media hatt en svak utvikling hittil i år, til tross for at inntjeningen i bedriftene fortsatt er god.

Tabell 4 viser kursutviklingen i hovedsektorene og i de ti største undersektorene på FTSEs verdensindeks i tredje kvartal 2005. Hovedsektorene råvarer og konjunkturfølsomme varer har hatt den sterkeste kursutviklingen. Innen råvaresektoren har undersektorer knyttet til oljeutvinning og foredling av oljeprodukter bidratt sterkt til kursoppgangen. Produksjon av biler og bildeler har hatt en sterk utvikling innen sektoren konjunkturfølsomme varer.

Tabell 4: Avkastningen på hovedsektorene og de ti største undersektorene på FTSE verdensindeks i tredje kvartal 2005 (målt i prosent mot amerikanske dollar, mot norske kroner og mot referanseporteføljens valutakurv)

	USD	NOK	Valutakurv
Råvarer	19.91	19.66	20.35
- av dette olje og gass	18.36	18.12	18.80
Prosessindustri	9.54	9.31	9.94
Generell industri	7.11	6.88	7.50
Konjunkturfølsomme varer	11.09	10.86	11.50
Ikke-konjunkturfølsomme varer	5.24	5.03	5.63
- av dette farmasi og bioteknologi	3.83	3.61	4.21
Konjunkturfølsomme tjenester	2.54	2.32	2.91
- av dette detaljhandel	-0.07	-0.28	0.29
- av dette media og foto	1.94	1.73	2.31
Ikke-konjunkturfølsomme tjenester	4.21	4.00	4.60
- av dette telekommunikasjon	4.93	4.71	5.31
Energi og vannforsyning	7.62	7.40	8.01
Finansielle tjenester	6.54	6.32	6.93
- av dette banker	6.00	5.78	6.39
- av dette forsikringsselskaper	6.90	6.67	7.29
- av dette finansinstitusjoner	6.48	6.26	6.87
Informasjonsteknologi	6.15	5.93	6.55
- av dette IT maskinvare	6.92	6.70	7.31
- av dette programvare og tjenester	4.82	4.60	5.20
Totalt *	7.41	7.19	7.80

* Sammensetningen av Petroleumsfondets referanseportefølje er forskjellig fra FTSE verdensindeksen, og avkastningen vil dermed være forskjellig.

3. Gjennomføring av forvaltningen

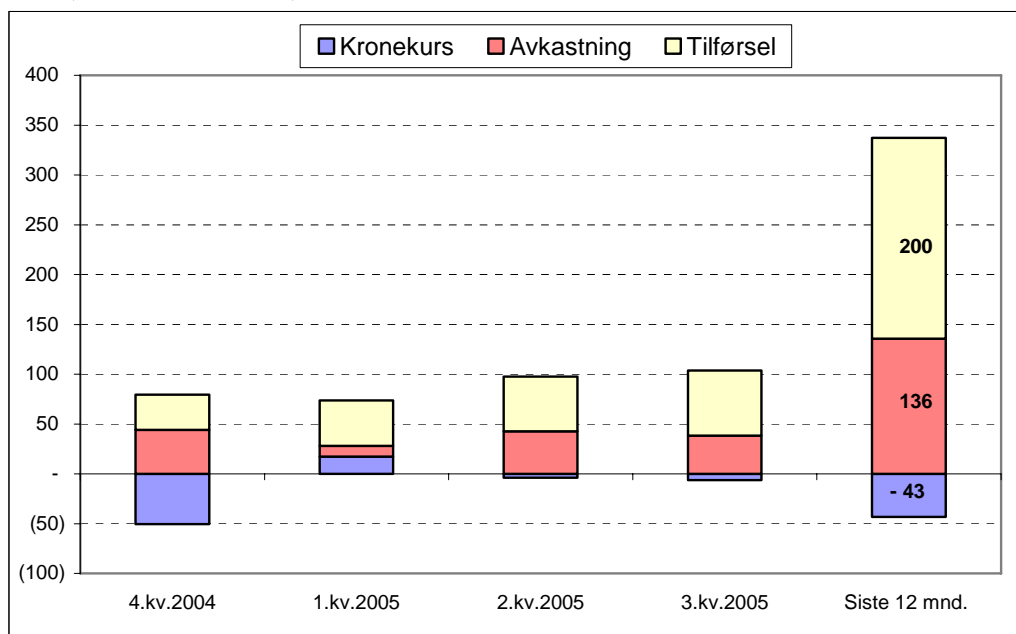
Markedsverdien av Petroleumsfondets internasjonale portefølje var 1 281,1 milliarder kroner 30. september 2005. I løpet av tredje kvartal økte fondets markedsverdi med 97,2 milliarder kroner. Tabell 5 viser markedsverdien ved de siste kvartalsskifter, og endringen i markedsverdi i tredje kvartal 2005 fordelt på tilførsel, avkastning i internasjonal valuta og endring i kronens internasjonale verdi. For regnskapsmessige verdier vises til tabell 10 og 11 i avsnitt 7.

Tabell 5: Markedsverdien av Petroleumsfondets delporteføljer de siste kvartalsskifter, og endringen i markedsverdi i tredje kvartal 2005 (tall i mill. kroner)

	Aksjeporteføljen	Renteporteføljen	Petroleumsfondet totalt
30. sept. 2004	392 938	595 203	988 141
31. des. 2004	416 298	600 104	1 016 402
31. mar. 2005	435 467	654 674	1 090 141
30. juni 2005	472 436	711 491	1 183 927
Tilførsel	14 032	51 258	65 290
Avkastning	38 764	-561	38 204
Endring i kroneverdi	- 2 541	- 3 734	- 6 276
30. sept. 2005	522 691	758 454	1 281 146

I løpet av de siste 12 månedene har Petroleumsfondet økt med 293 milliarder kroner (jf. figur 11). Det er blitt tilført 200 milliarder kroner, avkastningen har vært 136 milliarder, og en sterkere krone i forhold til investeringsvalutaene har redusert verdien med 43 milliarder kroner uten at dette har hatt betydning for fondets internasjonale kjøpekraft. Figuren viser at appresieringen av kronen i hovedsak skjedde i fjerde kvartal 2004, mens kronekursutviklingen hittil år har bidratt til å øke fondets verdi.

Figur 11: Kvartalsvis endring i markedsverdien av fondet de siste 12 måneder splittet på tilførsel, avkastning og virkning av endring i kronens internasjonale verdi (milliarder kroner)



For en beskrivelse av mandatet for forvaltningen og sammensetningen av referanseporteføljen vises til vedlegg 1. Ved utgangen av tredje kvartal var innfasing av inflasjonsindekserte statsobligasjoner gjennomført (jf. omtale i nasjonalbudsjettet 2005). Med virkning fra 31. august 2005 besluttet Finansdepartementet at åtte selskaper skulle utelukkes fra Petroleumsfondets investeringsunivers. Beslutningen var basert på en anbefaling fra Petroleumsfondets etiske råd og ble fattet i samsvar med de etiske retningslinjene som trådte i kraft 1. desember 2004. Begrunnelse for utelukkelsen er nærmere omtalt i en pressemelding av 2. september 2005 fra Finansdepartementet.

Selskaper som er utelukket fra Petroleumsfondets investeringsunivers

Navn	Land	Dato for utelukkelse
Alliant Techsystems Inc.	U.S.A.	31. august 2005
EADS Co (European Aeronautic Defence and Space Company) N.V	Nederland	31. august 2005
EADS Finance B.V.	Nederland	31. august 2005
General Dynamics Corporation	U.S.A.	31. august 2005
L-3 Communications Holding Inc.	U.S.A.	31. august 2005
Lockheed Martin Corporation	U.S.A.	31. august 2005
Raytheon Company	U.S.A.	31. august 2005
Thales SA	Frankrike	31. august 2005
Kerr-McGee Corporation	U.S.A.	31. mai 2005
Singapore Technologies Engineering Limited	Singapore	26. april 2002

Forvaltningen av renteporteføljen

Markedsverdien av renteporteføljen økte med 47,0 milliarder i tredje kvartal til 758,5 milliarder kroner. Ved utgangen av kvartalet var om lag 90 prosent av renteporteføljen internt forvaltet i Norges Bank. Forvaltningen er inndelt i utvidet indeksering og aktiv forvaltning. Både eksterne og interne mandater er etablert for å ivareta dette.

Utvidet indeksering av renteporteføljen utføres i tre delporteføljer, for henholdsvis statsgaranterte obligasjoner, selskapsobligasjoner og pantsikrede obligasjoner. Det meste av indeksporføljen forvaltes internt, mens pantsikrede lån i Amerika indekseres av eksterne forvaltere.

Om lag 10 prosent av renteporteføljen forvaltes eksternt. I tillegg til mandatene for pantsikrede lån i Amerika, er det aktive mandater med ulike typer aktive strategier for meravkastning som forvaltes eksternt.

I tredje kvartal 2005 er det overført midler til to nye eksterne forvaltningsoppdrag. Babson Capital Management LLC og Smith Breeden Associates Inc. har fått tildelt mandater for spesialisert forvaltning i USA.

Forvaltningen av aksjeporføljen

Markedsverdien av aksjeporføljen var ved utgangen av tredje kvartal 522,7 milliarder kroner, noe som var en økning på 50,3 milliarder kroner i løpet av kvartalet.

Ved utgangen av tredje kvartal var omlag 60 prosent av aksjeporføljen internt forvaltet i Norges Bank. Alle interne aksjeporføljer forvaltes aktivt, med analysebasert forvaltning innenfor sektorene finans, telekommunikasjon, energi, media og handelsnæring. I tillegg benyttes globale sektorallokeringsstrategier og utvidet indeksering innenfor alle sektorer.

Det er overført midler til fem nye oppdrag hos eksterne aksjeforvaltere; MFS Investment Management, Barrow Hanley Mewhinney & Strauss Inc., Aberdeen Asset Management, NWQ Investment Management Company, LLC og Fidelity Pensions Management har fått tildelt regionale mandater.

4. Fondets avkastning

Petroleumsfondet hadde i tredje kvartal en periodeavkastning på 3,21 prosent, målt i forhold til referanseporteføljens valutakurv (jf. tabell 6). Avkastningen var positiv i alle tre månedene i kvartalet. Det var den sterke utviklingen i aksjemarkedene som bidro til den positive avkastningen. Målt i norske kroner var totalavkastningen i tredje kvartal på 2,62 prosent. Forskjellen skyldes at kronen i løpet av kvartalet i gjennomsnitt ble omlag 0,6 prosent sterkere i forhold til valutaslagene i referanseporteføljen. Dette har imidlertid ingen betydning for fondets internasjonale kjøpekraft.

Tabell 6: Avkastningen av Petroleumsfondet (i prosent). Faktisk portefølje og referanseportefølje i tredje kvartal 2005

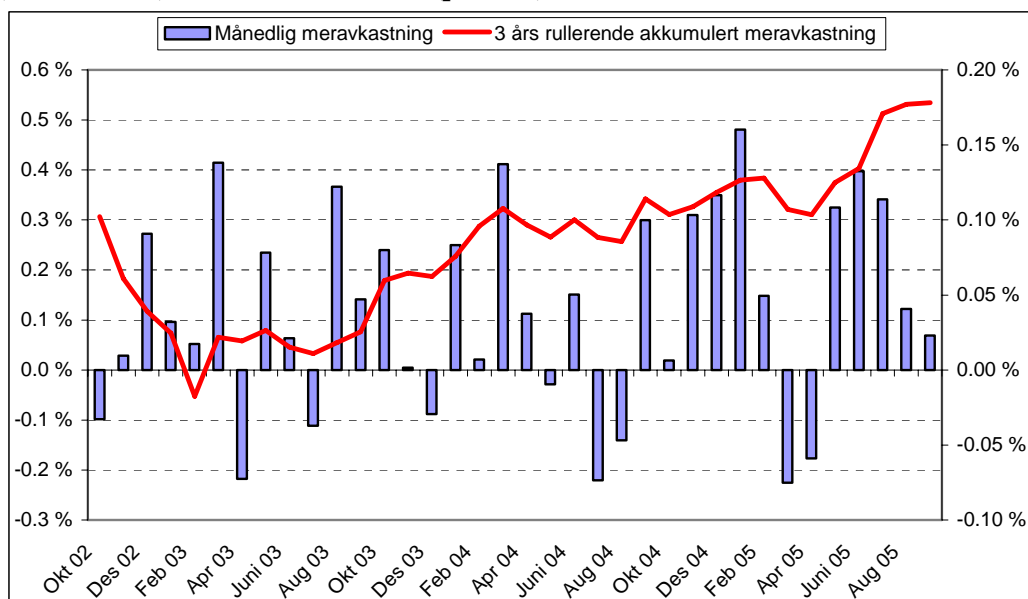
	Avkastningen målt i referanseporteføljens valutakurv		Avkastningen målt i norske kroner		
	Faktisk portefølje	Referanseportefølje	Faktisk portefølje	Referanseportefølje	Meravkastning
Første kvartal	1,03	0,90	2,76	2,63	0,13
Andre kvartal	3,83	3,65	3,44	3,26	0,18
Juli	1,32	1,21	0,23	0,11	0,11
August	0,68	0,64	0,19	0,15	0,04
September	1,17	1,15	2,19	2,17	0,02
Tredje kvartal	3,21	3,03	2,62	2,44	0,18
Hittil i år	8,27	7,75	9,08	8,56	0,53

Petroleumsfondet hadde i tredje kvartal en meravkastning på 0,18 prosentpoeng i forhold til referanseporteføljen. I beløp utgjorde meravkastningen om lag 2,1 milliarder kroner. Bidraget til meravkastningen kom hovedsakelig fra den eksterne aksjeforvaltningen, men det var også positive bidrag fra den øvrige forvaltningen.

De siste 12 måneder har akkumulert meravkastning vært 0,76 prosentpoeng. De siste tre år frem til utgangen av tredje kvartal 2005 er årlig annualisert meravkastning 0,53 prosentpoeng (jf. figur 12).

Det påløper transaksjonskostnader knyttet til innfasing av nye midler. Norges Bank har estimert de direkte og indirekte transaksjonskostnadene knyttet til innfasingen til 124,4 millioner kroner i tredje kvartal 2005. Dette utgjorde 0,19 prosent av det totale overføringsbeløpet på 65,3 milliarder kroner og 0,01 prosent av markedsverdien til Petroleumsfondet ved inngangen til kvartalet. Referanseporteføljen er ikke justert for disse påførte transaksjonskostnadene. Dermed er den målte meravkastningen lavere enn den ville ha vært uten kostnadene knyttet til innfasingen av nye midler. Det vises til vedlegg 2 for en omtale av metodegrunnlaget for beregningene.

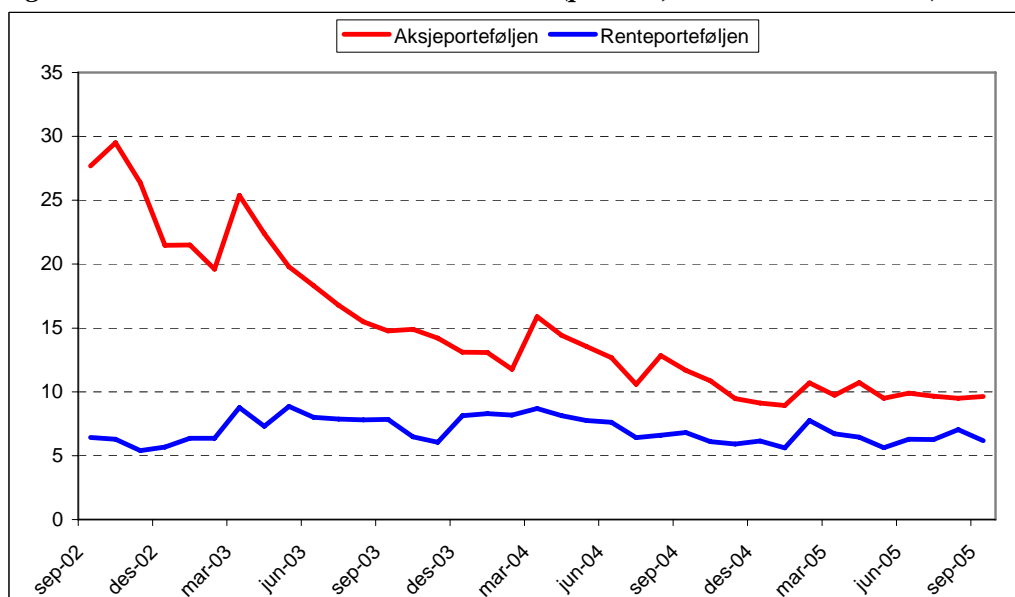
Figur 12: Månedlig (høyre akse) og annualisert akkumulert meravkastning (venstre akse) de siste 36 måneder (prosent)



5. Risiko

Petroleumsfondets absolute markedsrisiko, målt som forventet volatilitet av avkastningen i norske kroner, svinger med volatiliteten i markedet. Som illustrert i figur 13 var den absolute volatiliteten for aksjeporteføljen ved utgangen av tredje kvartal 2005 omlag 1/3 av nivået som ble målt ved utgangen av tredje kvartal 2002. Det har vært langt mindre endringer i markedsrisikoen på renteporteføljen.

Figur 13: Absolutt volatilitet ved månedslutt (prosent, målt i norske kroner)



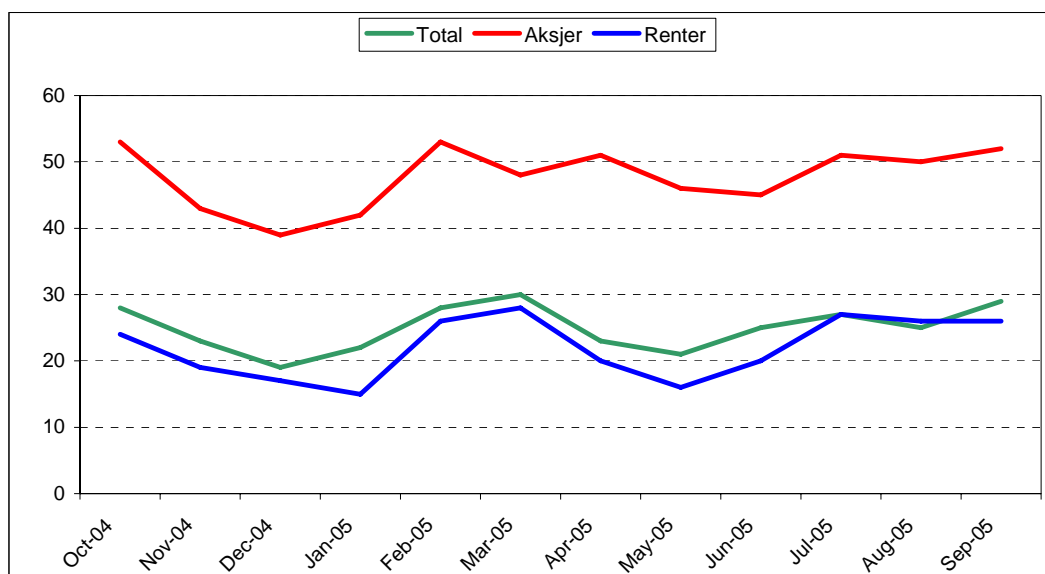
Finansdepartementet har satt en grense for markedsrisikoen i den faktiske porteføljen i forhold til referanseporteføljen. Denne relative markedsrisikoen skal alltid være

lavere enn 1,5 prosentpoeng (150 basispunkter) forventet relativ volatilitet, slik dette måles i risikomodellen Risk Manager. Den relative markedsrisikoen i tredje kvartal 2005 har ligget godt innenfor den øvre grensen. De avvik som er gjort fra referanseporteføljen, har ikke brakt forventet relativ volatilitet høyere enn om lag 30 basispunkter.

Forventet relativ volatilitet

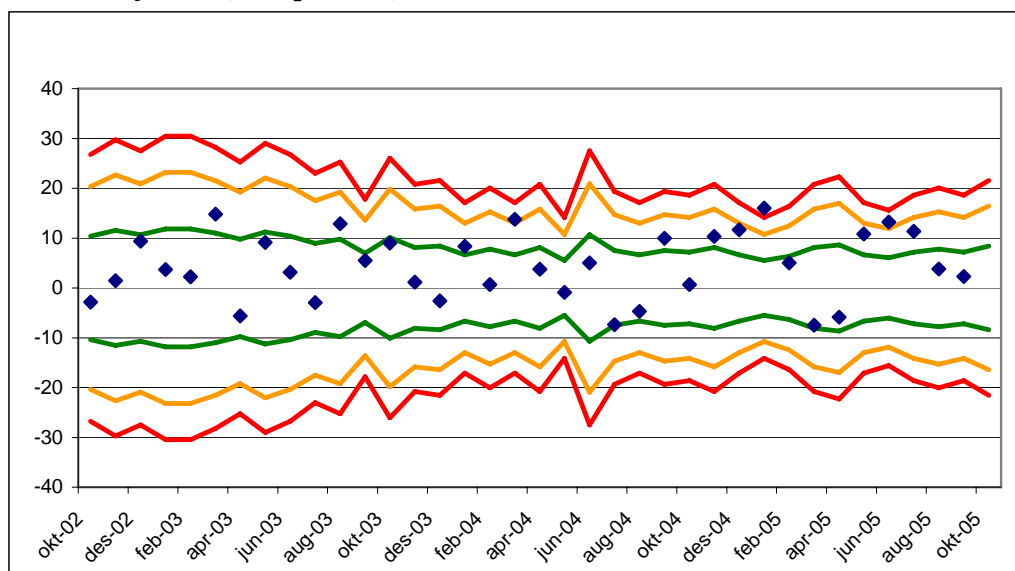
Finansdepartementets grense for relativ markedsrisiko i forvaltningen av Petroleumsfondet er satt i forhold til risikomålet *forventet relativ volatilitet*. Målet er definert som forventet verdi av standardavviket til differansen mellom den årlige avkastningen på de faktiske investeringene og avkastningen på referanseporteføljen. Når avvikene fra referanseporteføljen er avgrenset ved en øvre grense for forventet relativ volatilitet, vil den faktiske avkastningen med høy sannsynlighet variere innenfor et bånd rundt avkastningen på referanseporteføljen. Jo lavere en setter grensen for markedsrisiko, desto snevrere blir båndet. Gitt en forventet relativ volatilitet på 1,5 prosentpoeng eller 150 basispunkter vil faktisk avkastning på porteføljen i to av tre år ventelig avvike med mindre enn 1,5 prosentpoeng fra referanseavkastningen.

Figur 14: Forventet relativ volatilitet ved hver månedslutt siste 12 måneder (basispunkter, målt i norske kroner)



Den relative risikoen er høyere i aksjeforvaltningen enn i renteforvaltningen. Det har sammenheng med at aksjemarkedene svinger mer enn rentemarkedene, slik at like store posisjoner gir mer risiko i aksjeforvaltningen. Det har også sammenheng med at omfanget av aktiv forvaltning har vært noe større på aksjesiden.

Figur 15: Konfidensintervall for risiko og realisert meravkastning for Petroleumsfondet (basispunkter)



Norges Bank tester om faktisk meravkastning i Petroleumsfondet varierer i tråd med hva en skulle forvente ut fra den risikomodellen som benyttes. Dette er illustrert i figur 15. Figuren viser realisert månedlig meravkastning fra oktober 2002 (punkter) og konfidensintervall målt ved standardavvik. Modellen tilsier at i omlag 67 prosent av tilfellene skal den faktiske avkastningen ligge innenfor intervallet dannet av de grønne linjene. Tilsvarende for de oransje og røde intervallene er henholdsvis 95 og 99 prosent. Figuren indikerer at faktisk avkastning er i tråd med det en skal forvente ut fra den risikomodellen som benyttes, og analyser av lengre tidsserier gir tilsvarende resultater.

Etter Finansdepartementets retningslinjer for kredittrisiko kan Petroleumsfondet normalt ikke investeres i verdipapirer med lavere kredittvurdering enn Baa fra Moodys, BBB fra S&P eller BBB fra Fitch. Likevel kan inntil 0,5 prosent av renteporteføljen være investert i papirer som har Ba/BB/BB som høyeste vurdering fra ett av byråene Moodys, Standard & Poor's (S&P) eller Fitch. Tabell 7 viser sammensetningen av rentepapirporteføljen (renteporteføljen eksklusive kontanter) basert på kredittvurderingene til Moody's og Standard & Poor's (S&P).

Tabell 7: Porteføljen av rentebærende verdipapirer pr. 30. september 2005 fordelt etter kredittvurdering (i prosent av markedsverdi)

Moody's		Standard & Poor's	
Karakter	Prosent av total	Karakter	Prosent av total
Aaa	53,83	AAA	51,16
Aa	15,94	AA	21,14
A	19,88	A	13,22
Baa	6,32	BBB	7,34
Ba	0,35	BB	0,43
Lavere	0,00	Lavere	0,02
Ingen vurdering*	3,70	Ingen vurdering	6,69

* Hvis et verdipapir har karakteren "ingen vurdering" fra Moody's, har det en godkjent vurdering fra ett av de to andre byråene (S&P eller Fitch). Det samme gjelder for S&P.

I tabellen er statspapirer og statsgaranterte rentepapirer uten kredittvurdering gitt utstederlandets kredittvurdering. Renteporteføljen består foruten langsiktige rentepapirer også av rentebærende instrumenter med kortere løpetid. Alle disse har kredittvurdering P-1 fra Moody's og A-1 fra S&P.

Finansdepartementet har gjennom forskrift og utfyllende retningslinjer for Petroleumsfondet fastsatt grenser for risiko og eksponering. Disse grenser og den faktiske tilpasning i porteføljen fremgår av tabell 8.

Det har vært to mindre brudd på investeringsretningslinjene i løpet av kvartalet. Det ene tilfellet var i forbindelse med verdipapirutlån der mottatt sikkerhet ble reinvestert i et verdipapir utstedt av et norsk selskap. Det andre tilfellet var kjøp av en aksje som ikke var notert på en godkjent børs. I begge tilfellene var beløpene beskjedne, og posisjonene er avviklet.

Tabell 8: Forskriftens og retningslinjenes grenser for risiko og eksponering

§	Risiko	Grenser	Faktisk				
			30.09.04	31.12.04	31.03.05	30.06.05	30.09.05
§ 4	Markedsrisiko	Maksimalt 1,5 prosentpoeng relativ volatilitet	0,26	0,20	0,30	0,25	0,29
§ 5	Aktivafordeling	Renteinstrumenter 50-70%	60,3	59,0	60,1	60,1	59,2
		Aksjer 30-50%	39,7	41,0	39,9	39,9	40,8
§ 6	Markedsfordeling aksjer	Europa 40-60%	50,0	49,0	49,4	47,7	47,7
		Amerika, Midt-Østen/Afrika, Asia og Oseania 40-60%	50,0	51,0	50,6	52,3	52,3
	Nye markeder	< 5% av aksjeporteføljen	2,7	3,0	3,3	3,6	3,8
	Valutafordeling renter	Europa 45-65%	55,3	56,0	54,4	54,7	54,5
Amerika og Midt-Østen/Afrika 25-45%		35,0	34,2	35,7	35,1	35,3	
Asia/Oseania 0-20%		9,7	9,8	9,9	10,2	10,2	
§ 7	Renterisiko	Modifisert durasjon 3-7	5,6	5,6	5,7	6,0	6,1
§ 11	Eierandel	Maks 3% av et selskap	2,6	2,7	2,6	3,0	3,0

6. Kostnader i forvaltningen

Forvaltningsavtalen mellom Finansdepartementet og Norges Bank fastsetter prinsippene for den godtgjøring Norges Bank skal motta for å forvalte Petroleumsfondets porteføljer. For 2005 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 Kapitalforvaltning forvalter foruten Petroleumsfondet også Statens petroleumsforsikringsfond og den største delen av Norges Banks valutareserver. Honorarer til eksterne forvaltere og eksterne oppgjørs- og depotinstitusjoner

faktureres separat for hvert av fondene. De øvrige driftskostnadene er felles for alle de fond som forvaltes av Norges Bank Kapitalforvaltning. Felleskostnadene fordeles på de tre fondene ved hjelp av en fordelingsnøkkel. Felleskostnadene omfatter i tillegg til Norges Bank Kapitalforvaltnings direkte kostnader, også kostnader for støttefunksjoner utført av andre deler av Norges Bank. Omfanget av den siste typen kostnader er beregnet etter de retningslinjene som gjelder for forretningsdrift i Norges Bank.

Omregnet til årsrate utgjorde kostnadene i de tre første kvartalene i 2005 0,10 prosent av gjennomsnittlig markedsverdi av fondet (jf. tabell 9). Sett bort fra avkastningsavhengige honorarer til eksterne forvaltere utgjorde kostnadene 0,08 prosent av markedsverdien, noe som er uendret fra de tre første kvartalene i 2004. Det var en liten nedgang i forholdstallene mellom kostnader og beløp under forvaltning fra de tre første kvartalene i 2004 til samme periode i 2005 for interne kostnader. For eksterne kostnader økte dette forholdstallet, hovedsakelig som følge av økningen i honorarer til eksterne forvaltere.

Tabell 9: Forvaltningskostnader i de tre første kvartalene i 2005 (i tusen kroner og i basispunkter av gjennomsnittlig portefølje)

	2005		2004 *	
	1000 kroner	Prosent	1000 kroner	Prosent
Interne kostnader i aksjeforvaltningen	112 860		97 900	
Kostnader til aksjedept og oppgjør	39 499		38 324	
Samlede kostnader i den interne aksjeforvaltningen	152 359	0,07	136 224	0,08
Interne kostnader i renteforvaltningen	110 947		110 830	
Kostnader til rentedept og oppgjør	33 387		23 870	
Samlede kostnader i den interne renteforvaltningen	144 334	0,03	134 700	0,04
Minimumshonorarer til eksterne forvaltere	258 564		180 235	
Avkastningsavhengige honorarer til eksterne forvaltere	197 419		148 373	
Andre kostnader ved ekstern forvaltning	80 036		67 835	
Samlede kostnader i den eksterne forvaltningen	536 019	0,29	396 443	0,26
Sum alle forvaltningskostnader	832 712	0,10	667 366	0,10
Sum forvaltningskostnader, eksklusive avkastningsavhengige honorarer	635 293	0,08	518 993	0,08

* Fordeling av kostnader mellom intern og ekstern forvaltning i de tre første kvartalene av 2004 er omarbeidet for å gi sammenlignbare tall.

Kostnadene fordeles på intern og ekstern forvaltning ved hjelp av fordelingsnøkler for de interne kostnadene og depotkostnadene. Anslagsvis 64 prosent av kostnadene gjaldt ekstern forvaltning, mens om lag 22 prosent av fondets portefølje forvaltes av eksterne. Enhetskostnadene i intern forvaltning var på om lag 0,04 prosentpoeng, mot 0,29 prosentpoeng for eksternforvaltningen.

7. Regnskapsrapportering

Tabell 10 viser fordelingen på ulike instrumenter slik den fremtrer i Norges Banks regnskap ved utløpet av de fem siste kvartalene. Poster utenfor balansen vises i en egen tabell. Tabell 11 viser bokført avkastning, som i tredje kvartal var på 32 092 millioner kroner før forvaltningsgodtgjøringen til Norges Bank trekkes fra.

Tabell 10: Petroleumsfondets internasjonale portefølje pr 30. september 2005 fordelt på instrumenter (i tusen kroner)

	30.09.2004	31.12.2004	31.03.2005	30.06.2005	30.09.2005
Kortsiktige fordringer inkl. innskudd i utenlandske banker	-9 314 439	9 154 482	16 610 470	4 603 337	6 912 263
Pengemarkedsplasseringer i utenlandske finansinstitusjoner mot sikkerhet i verdipapirer	432 512 541	380 117 331	428 782 315	279 340 857	474 742 891
Innlån fra utenlandske finansinstitusjoner mot sikkerhet i verdipapirer	-429 229 543	-406 193 548	-414 346 235	-404 917 926	-443 772 446
Utenlandske rentebærende verdipapirer	613 805 297	631 256 143	637 099 993	843 365 252	738 291 783
Utenlandske aksjer	384 626 561	407 673 369	427 485 816	468 491 790	511 821 267
Reguleringer av terminkontrakter og derivater	-4 171 094	-5 548 358	-5 441 346	-6 901 991	-6 633 264
Total portefølje før forvaltningsgodtgjørelse *	988 229 323	1 016 459 420	1 090 191 013	1 183 981 319	1 281 362 494
Skyldig forvaltningsgodtgjøring	-667 366	-984 136	-278 362	-537 844	-832 712
Rådgivningstjenester	0	-4 169	0	0	0
Total portefølje	987 561 957	1 015 471 115	1 089 912 651	1 183 443 475	1 280 529 782

Det er en mindre forskjell i markedsverdi mellom avkastnings- (jfr tabell 5) og regnskapsrapportering pr. 30.09.05. Dette skyldes bl.a. regnskapsmessige avsetninger og forskjellig verddivurderingsmetode for pengemarkedsplasseringer.

Inntekter og kostnader i valuta er i tabell 11 omregnet til norske kroner etter kursen på transaksjonstidspunktet og periodisert i henhold til regnskapsprinsippet.

Poster utenfor balansen (1 000 kroner)	30.09.2004	31.12.2004	31.03.2005	30.06.2005	30.09.2005
Valutaterminer solgt	-30 594 274	-16 837 972	-17 470 264	-35 667 277	-40 991 591
Futures solgt	-50 442 511	-118 994 375	-49 590 848	-45 442 363	-44 235 336
Aksjebytteavtaler solgt	-3 897 226	-8 115 796	-5 836 592	-24 623 338	-29 289 818
Rentebytteavtaler solgt	-401 111 395	-390 663 205	-523 281 509	-367 707 657	-524 779 992
Forpliktelser solgt	-486 045 406	-534 611 348	-596 179 213	-473 440 635	-639 396 737
Valutaterminer kjøpt	30 594 274	16 837 972	17 470 264	35 667 277	40 991 591
Futures kjøpt	81 482 879	114 744 349	39 891 287	56 353 691	27 462 129
Akjebytteavtaler kjøpt	5 667 609	9 489 246	2 921 660	23 823 850	35 149 379
Rentebytteavtaler kjøpt	396 889 890	385 089 073	517 985 864	360 701 334	518 010 572
Forpliktelser kjøpt	514 634 651	526 160 641	578 269 075	476 546 153	621 613 672
Opsjoner på futures solgt	-16 000 652	-2 231 822	-2 725 582	-4 441 572	-289 581
Opsjoner på rentebytteavtaler solgt	-2 348	0	0	0	0
Rettigheter solgt	-16 003 001	-2 231 822	-2 725 582	-4 441 572	-289 581
Opsjoner på futures kjøpt	20 087 665	3 992 457	15 684 846	20 903 887	5 430 441
Rettigheter kjøpt	20 087 665	3 992 457	15 684 846	20 903 887	5 430 441

Tabell 11: Bokført avkastning av Petroleumsfondets internasjonale portefølje pr 30. september 2005 (i tusen kroner)

Petroleumsfondets avkastning	30.09.2004	31.12.2004	31.03.2005	30.06.2005	30.09.2005
Renteelementer	19 931 210	26 046 307	6 746 125	12 243 012	20 715 470
Dividende	6 900 116	8 246 151	2 154 460	6 348 413	8 542 694
Valutakursregulering *	1 897 354	-46 791 318	16 057 298	12 831 176	6 788 816
Urealisert verdipapirtap/gevinst	1 280 993	28 575 975	-10 332 170	12 597 879	28 533 299
Realisert verdipapirtap/gevinst	13 812 821	21 581 006	12 785 955	23 546 287	34 301 216
Kurtasje	-22 869	-49 031	-8 616	-17 534	-18 397
Gevinst/tap futures	-155 296	251 854	49 483	92 475	656 264
Gevinst opsjoner	19 949	21 021	-3 429	-22 551	-3 966
Gevinst/tap aksjebytteavtaler	165 544	393 109	14 040	264 995	127 455
Gevinst/tap rentebytteavtaler	-3 927 908	-5 337 664	500 471	-1 226 754	-893 946
Bokført avkastning på plasseringer	39 901 915	32 937 408	27 963 618	66 657 398	98 748 904
Påløpt forvaltningsgodtgjøring	-667 366	-984 136	-278 362	-537 844	-832 712
Rådgivningstjenester	0	-4 169	0	0	0
Netto avkastning	39 234 549	31 949 103	27 685 255	66 119 554	97 916 192

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

VEDLEGG:

1. Mandat og referanseportefølje

Finansdepartementet har delegert den operative forvaltningen av Statens petroleumsfond 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. Bankens strategi for å oppnå meravkastning er presentert i tidligere årsberetninger. Finansdepartementet holdes orientert om forvaltningen gjennom kvartals- og årsrapporter, som også offentliggjøres.

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

Den strategiske referanseporteføljen for Petroleumsfondet er satt sammen av FTSEs aksjeindekser for store og mellomstore selskaper i 27 land og av Lehman Global Aggregates renteindekser i valutaene til 21 land. Aksjer utgjør 40 prosent av den strategiske referanseporteføljen for Petroleumsfondet, mens rentebærende

instrumenter utgjør 60 prosent. Innenfor aksjedelen av referansen utgjør aksjer notert på børser i Europa 50 prosent og Amerika/Asia/Oseania/Afrika 50 prosent. Innenfor rentedelen er andelene 55 prosent i Europa, 35 prosent i Amerika og 10 prosent i Asia/Oseania.

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

Referanseportefølje pr 30. september 2005 for Petroleumsfondets ordinære portefølje (i prosent)

Land for aksjereferansen Valuta for rentereferansen	Aksjer		Renteinstrumenter	
	Strategisk referanseportefølje	Faktisk referanseportefølje	Strategisk referanseportefølje	Faktisk referanseportefølje
Vekt aktivaklasser	40,0	39,9	60,0	60,1
Belgia		0.8		
Finland		0.9		
Frankrike		7.4		
Hellas		0.4		
Irland		0.5		
Italia		3.2		
Nederland		2.5		
Portugal		0.2		
Spania		3.2		
Tyskland		5.2		
Østerrike		0.3		
<i>Euro-området (EUR)</i>		24.7		44.3
Storbritannia (GBP)		17.8		8.2
Danmark (DKK)		0.6		0.8
Sveits (CHF)		4.8		0.5
Sverige (SEK)		1.8		0.9
Sum Europa	50,0	49,7	55,0	54,7
USA (USD)		35.3		33.4
Brasil		0.6		
Canada (CAD)		2.2		1,9
Mexico		0.4		
Sør-Afrika		0.6		
Sum Amerika / Midt-Østen / Afrika			35,0	35,4
Australia (AUD)		1.7		0,4
Hong Kong		0.9		
Japan (JPY)		6.6		9,0
New Zealand (NZD)		0.1		0,2
Singapore (SGD)		0.3		0,4
Sør-Korea		0.9		
Taiwan		0.8		
Sum Asia / Oseania			10,0	9,9
Sum Amerika / Midt-Østen / Afrika / Asia / Oseania	50,0	50,3		

Dersom den faktiske referanseporteføljen over tid ligger for langt fra den strategiske referanseporteføljen, utløses full rebalansering. Det ble ikke gjennomført slik rebalansering i 2004.

Vektene i den faktiske referanseporteføljen den 30. september 2005 er vist i tabellen nedenfor. Vektene i rentereferansen gjelder den valuta verdipapirene lyder på. Det er derfor ikke oppgitt andeler for hvert land innenfor euroområdet.

Finansdepartementet har vedtatt etiske retningslinjer for Petroleumsfondets investeringer. Petroleumsfondets etiske grunnlag skal fremmes gjennom tre virkemidler:

- *Eierskapsutøvelse* for å fremme langsiktig finansiell avkastning basert på FNs Global Compact og OECDs retningslinjer for eierskapsutøvelse og for multinasjonale selskaper
- *Negativ filtrering* fra investeringsuniverset av selskaper som selv eller gjennom enheter de kontrollerer produserer våpen som ved normal anvendelse bryter med grunnleggende humanitære prinsipper
- *Uttrekk av selskaper* fra investeringsuniverset der det anses å være en uakseptabel risiko for å medvirke til:
 - o Grove eller systematiske krenkelser av menneskerettighetene som for eksempel drap, tortur, frihetsberøvelse, tvangsarbeid, de verste former for barnearbeid og annen utbytting av barn
 - o Alvorlige krenkelser av individers rettigheter i krig eller konfliktsituasjoner
 - o Alvorlig miljøskade
 - o Grov korrupsjon
 - o Tredje særlig grove brudd på grunnleggende etiske normer

Norges Bank har ansvaret for eierskapsutøvelse i samsvar med departementets retningslinjer. Hovedstyret har vedtatt prinsipper for Norges Banks eierskapsutøvelse. Regjeringen har oppnevnt et etiske råd som skal gi tilrådning til Finansdepartementet om negativ filtrering og uttrekk av selskaper. Departementet fatter endelig vedtak om utelukkelse av selskaper og gir instruks om dette til Norges Bank.

2. Beregning av transaksjonskostnader ved innfasing av nye midler

Norges Bank estimerer transaksjonskostnader ved innfasing av nye midler til Petroleumsfondet. I tråd med vanlig markedspraksis er det fra og med 2005 valgt en modell der direkte og indirekte transaksjonskostnader beregnes hver for seg. Indirekte transaksjonskostnader består av tre hovedkomponenter; likviditetskostnader, markedspåvirkninger og alternativkostnader. Norges Banks modell beregner likviditetskostnader ved full "bid-ask spread" for renter og en halv "bid-ask spread" for aksjer. Det tas ikke hensyn til markedspåvirkninger i renteporteføljen, mens markedspåvirkninger i aksjeporteføljen estimeres ved StockFactsPro®. Markedspåvirkning i rentemarkedet er en funksjon av sektor, markedsforhold, transaksjonsstørrelse, størrelse på utstedt lån og likviditeten til utsteder. I de fleste tilfeller er bidragene fra disse variablene neglisjerbare.