

Forvaltingsrapport

Statens pensjonsfond – Utland 3. kvartal 2009



Noregs Bank er landets sentralbank. Hovedoppgåvene er å fremje prisstabilitet, finansiell stabilitet og meirverdi i kapitalforvaltinga. Kapitalforvaltinga skjer i Norges Bank Investment Management (NBIM). NBIM forvaltar Statens pensjonsfond – Utland på oppdrag frå Finansdepartementet.

Oslo, 10. november 2009

11/300

ISSN 1890-8535 (trykket)

ISSN 1891-3490 (online)

Innhold

Hovudpunkt	2
Nøkkeltal	3
Marknadene	4
Porteføljen	8
Marknadsverdi, avkastning og risiko	10
Eigarskapsutøving	14
Rekneskapsrapportering	16

- Avkastninga for Statens pensjonsfond – Utland var 13,5 prosent i tredje kvartal, det beste nokosinne for eit enkelt kvartal.
- Avkastninga var 1,5 prosentpoeng høgare enn avkastninga i referanseporteføljen.
- Avkastninga utgjorde 325 milliardar kroner i kvartalet og var 529 milliardar i dei tre første kvartala i år.
- Fondsverdien auka til 2 549 milliardar kroner i tredje kvartal.
- Uvissa i finansmarknadene vart ytterlegare redusert, og aksjemarknadene steig kraftig.

Nøkkeltal

Marknadsv verdien for Statens pensjonsfond – Utland var 2 549 milliardar kroner ved utgangen av tredje kvartal. Det tilsvarer ein auke på 163 milliardar kroner frå utgangen av andre kvartal. Det meste skreiv seg frå ei positiv avkastning i marknadene.

Den samla avkastninga i fondet målt i ei internasjonal valutakorg var 13,5 prosent i tredje kvartal 2009 (figur 1-2). Det er det beste resultatet nokosinne i eit kvartal, og kjem i hovudsak av ein kursoppgang på 17,7 prosent i aksjeforteføljen. Den samla avkastninga var 21,8 prosent i dei tre første kvartala av året.

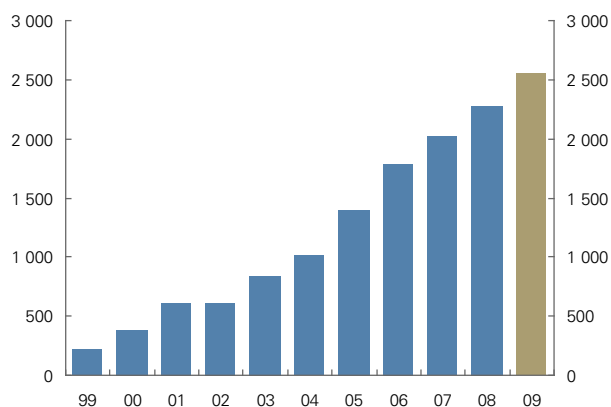
Fondsavkastninga i tredje kvartal var 1,5 prosentpoeng høgare enn avkastninga av referanseporteføljen (figur 1-3). Avkastninga i dei tre første kvartala var 3,4 prosentpoeng høgare enn for referanseporteføljen.

Avkastninga utgjorde 325 milliardar kroner i tredje kvartal og 529 milliardar kroner i dei tre første kvartala av 2009.

Fondet vart tilført 49 milliardar kroner i tredje kvartal 2009. Det er noko høgare enn i første og andre kvartal, men klart lågare enn i føregåande år. Det er vorte tilført 133 milliardar kroner så langt i år, samanlikna med 384 milliardar for heile 2008.

Marknadssvingingane vart ytterlegare reduserte i tredje kvartal. Den absolute volatiliteten, målt i prosent, var ved utgangen av september ikkje vesentleg høgare enn nivået før finansuroa starta i midten av 2007 (figur 1-4).

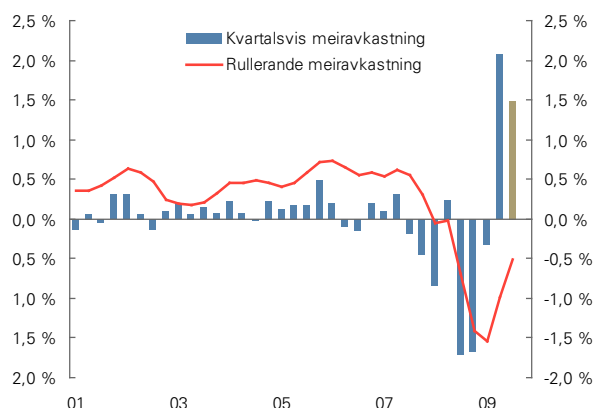
Figur 1-1 Marknadsv verdi 1999–2009. Milliardar kroner



Figur 1-2 Kvartalsvis og rullerande annualisert avkastning siste tre år 2001–2009. Prosent



Figur 1-3 Kvartalsvis og rullerande annualisert meiravkastning siste tre år 2001–2009. Prosentpoeng



Figur 1-4 Absolutt volatilitet 2004–2009. Prosent og milliardar kroner



Marknadene

Marknadsutviklinga i tredje kvartal var i stor grad ei vidareføring av det føregående kvartalet. Uvissa i marknadene vart ytterlegare redusert, aksjeprisane steig kraftig og rentedifferansane mellom selskaps- og statsobligasjonar heldt fram med å falle.

Viktige indikatorar på risiko i dei finansielle marknadene fall ytterlegare i tredje kvartal, etter å ha nådd ekstremt høge nivå under finanskrisa. Ein sentral indikator i pengemarknaden er differansen mellom renta på statspapir og renta bankane tilbyr kvarandre (figur 2-1). Differansen kom vidare ned i tredje kvartal og var tilbake på nivå før finansuroa starta sommaren 2007. Likviditetskrisa synest dermed å vere over.

Bankene heldt fram med å styrkje eigenkapitalen i tredje kvartal og reiste på global basis knapt 70 milliardar amerikanske dollar, i første rekkje frå private kjelder. Tiltak som vart sette i verk for å motverke finanskrisa, kan sjå ut til å ha fungert.

Rentedifferansane mellom selskaps- og statsobligasjonar fall i tredje kvartal, og det var også forventa mindre svvingar i aksjemarknadene (figur 2-2).

Det globale økonomiske tilbakeslaget som følgde finanskrisa er likevel ikkje over. I USA, som var utgangspunkt for finanskrisa, steig arbeidsløysa frå 9,5 prosent i juni til 9,8 prosent i september (figur 2-3). Det er det høgste nivået sidan 1983. Den sterke utviklinga i aksje- og kredittmarknadene knyter seg til forventingar om at styresmakter vil fortsetje å føre ein politikk som tilfører marknadene likviditet, held rentene låge og stimulerer til økonomisk vekst.

Rentemarknadene

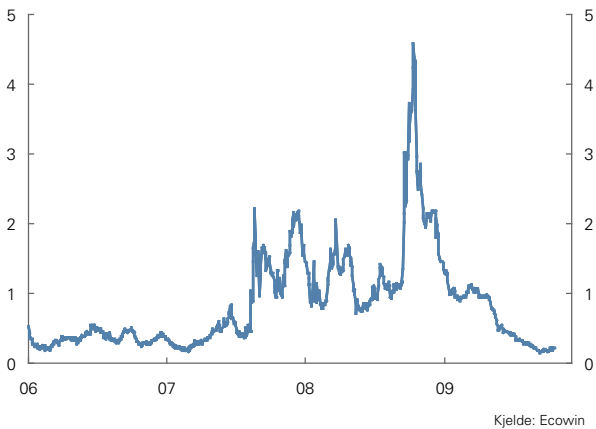
Dei store sentralbankane heldt fram å tilføre likviditet i kredittmarknadene for å stabilisere finansmarknadene. Sentralbanken i USA kjøpte i tredje kvartal obligasjonar utferda av både offentlege og private utferdarar, i tillegg til pantelånsobligasjonar og obligasjonar utferda av dei store bustadlånsinstitutta. Banken varsla at tiltaka ville bli strekte ut over tid. I Storbritannia utvida sentralbanken eit program for kjøp av ulike obligasjonar med 50 milliardar pund til 175 milliardar pund.

Den europeiske sentralbanken tok til å kjøpe obligasjonar med fortrinnsrett utferda i euro. Det sette fart på utferdinga av nye papir innanfor denne aktivaklassen (figur 2-4). Aktiviteten i andrehandsmarknaden tok seg også opp, og likviditetspremien for obligasjonar med fortrinnsrett vart kraftig redusert. Det er viktig for bustadfinansieringa i Europa at prisdanninga i dette segmentet igjen tek til å fungere.

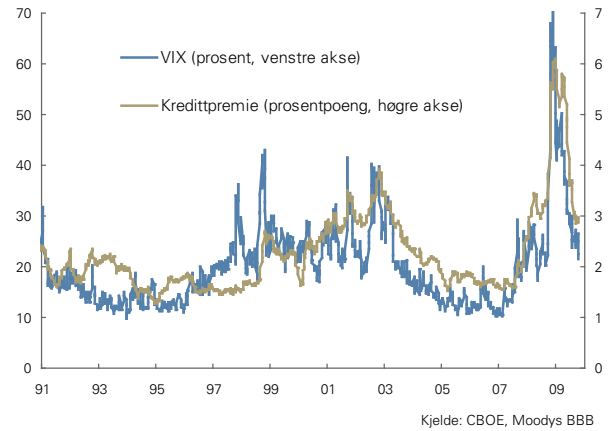
Trenden frå andre kvartal, der differansen mellom renta på selskapsobligasjonar og statsobligasjonar fall, held fram gjennom tredje kvartal. Avkastninga på kredittobligasjonar vart dermed vesentleg høgare enn på statspapir (figur 2-5). I kredittmarknaden heldt også trenden frå andre kvartal fram, med ein større reduksjon i obligasjonsrentene for finansinstitusjonar enn for andre sektorar (figur 2-6).

Renta på amerikanske statsobligasjonar med ti års løpetid fall 0,2 prosentpoeng i løpet av tredje kvartal. Tilsvarende rente i Europa fall med om lag 0,1 prosentpoeng.

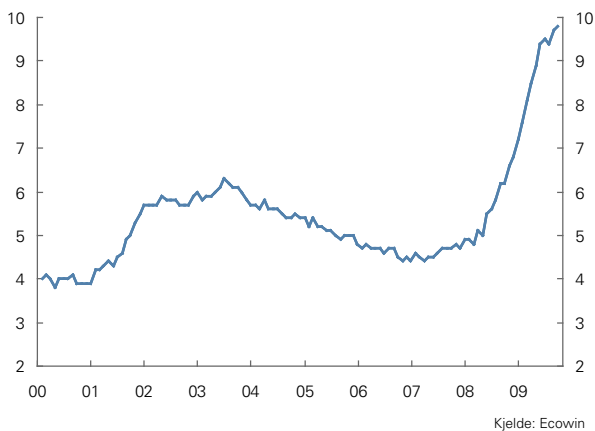
Figur 2-1 Differansen mellom lånerenta bankene har i pengemarknaden og amerikansk statsgjeld. Prosentpoeng



Figur 2-2 Forventa volatilitet i den amerikanske aksjemarknaden (VIX-index) og rentedifferanse mellom amerikanske selskaps- og statsobligasjoner (kredittpremie).



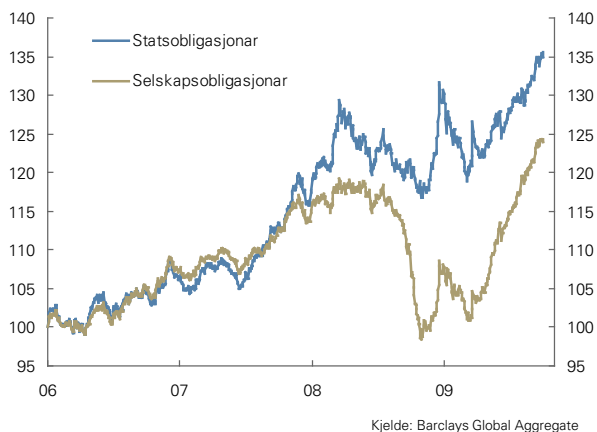
Figur 2-3 Arbeidsløysa i USA. Prosent



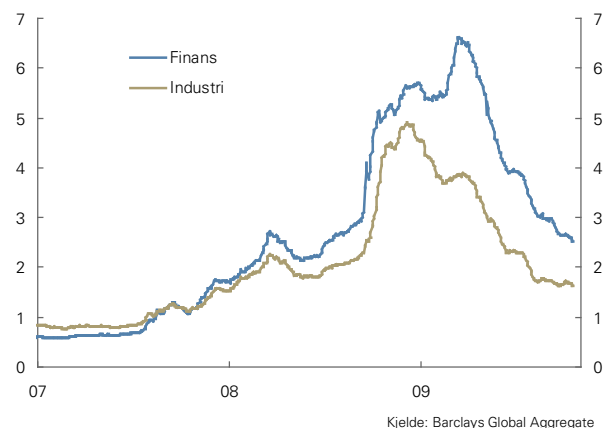
Figur 2-4 Marknaden for europeiske obligasjoner med fortrinnsrett. Prosent



Figur 2-5 Verdiutvikling for breie grupper obligasjonar. Indeksert



Figur 2-6 Rentedifferanse mot statsobligasjonar for ulike selskapsobligasjonar. Prosentpoeng



Aksjemarknaden

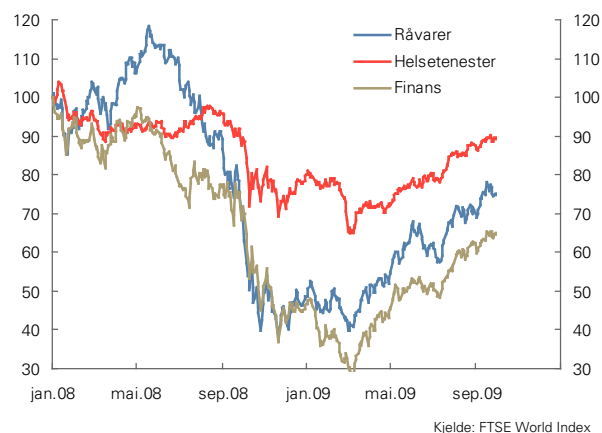
Den breie FTSE All-World-indeksen steig 17,5 prosent i tredje kvartal. Sektorane med ei inntening knytt tett til den økonomiske utviklinga, som råvaresektoren, hadde til liks med i andre kvartal ei vesentleg høgare avkastning enn sektorar med ei mer stabil inntening, som helsetenester (figur 2-7).

Forventingane til innteninga i selskapa i andre kvartal var svært pessimistiske før resultatane vart lagde fram i tredje kvartal. Dei faktiske resultatane var betre enn analytikarane venta og medverka til kursoppgang. Dei sterke resultatane kom i stor grad av at bedriftene greidde å oppretthalde marginane sine gjennom kostnadskutt.

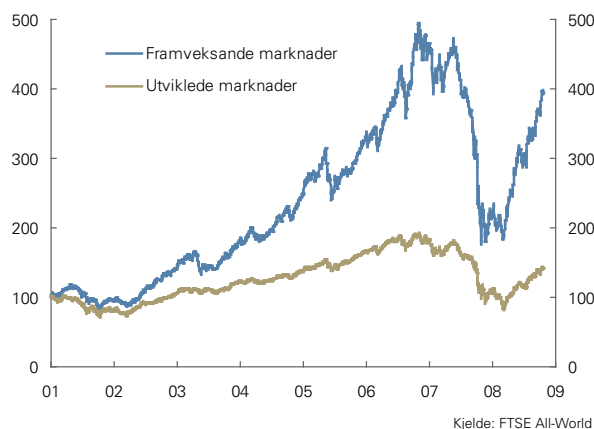
Kursane i bank- og finansaksjar heldt fram med å stige i tredje kvartal, drivne av til dels overraskande sterk inntening i enkeltseksjar og redusert uvisse rundt finanssektoren (figur 2-7).

Avkastninga i dei framveksande aksjemarknadene har vore vesentleg høgare enn i dei industrialiserte marknadene dette tiåret. Etter store kursfall i fjor i dei framveksande marknadene, har denne trenden kome tilbake dei seinaste kvartala (figur 2-8).

Figur 2-7 Verdiutvikling for utvalde næringssektorar. Indeksert



Figur 2-8 Verdiutvikling for utvikla og framveksande aksjemarknader. Indeksert



Porteføljen

Aksjedelen i fondet var 62 prosent ved utgangen av tredje kvartal, opp frå 60 prosent ved utgangen av andre kvartal. Auken skreiv seg frå god avkastning i aksjemarknadene.

Finansdepartementet har fastsett at fondet skal styrast etter ein strategisk langsiktig referanseportefølje med 60 prosent aksjar og 40 prosent renteinstrument. Marknadsutviklinga medfører at vektene vil endre seg i referanseporteføljen. Når aksjemarknadene aukar i verdi, vil aksjedelen kunne gå over 60 prosent. Dette var tilfelle i tredje kvartal. Finansdepartementet har faste reglar for korleis referanseporteføljen skal justerast til det langsiktige målet på 60 prosent aksjedel.

Fondet åtte i gjennomsnitt 1 prosent av dei børsnoterte selskapa i verda ved utgangen av tredje kvartal. Den gjennomsnittlege eigardelen var 1,8 prosent i europeiske bedrifter og 0,7 prosent i selskap i andre regionar (figur 3-2).

Ekstern forvalta midlar utgjorde i overkant av 332 milliardar kroner ved utgangen av tredje kvartal, ein reduksjon på 45 milliardar i løpet av kvartalet. Ekstern aksjeforvaltning vart redusert med 25 milliardar kroner, medan ekstern renteforvaltning vart redusert med 19 milliardar. Den eksterne renteforvaltninga er no på det lågaste nivået sidan 2003. Det må sjåast i samanheng med avviklinga av mandat for investeringar i pantsikra obligasjonar, særleg i USA, som omtalt i årsrapporten for 2008. Samla utgjorde den eksterne forvaltninga om lag 13 prosent av midlane i fondet ved utgangen av tredje kvartal (figur 3-3).

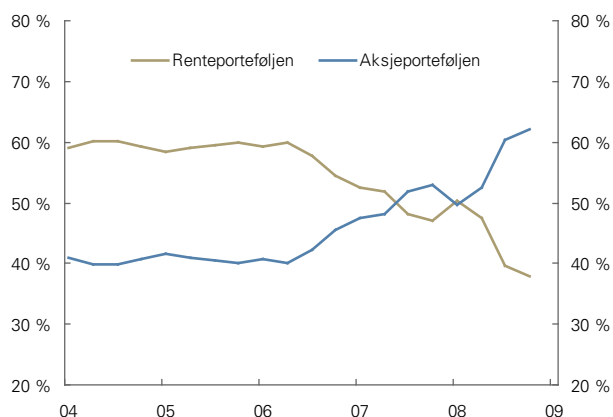
Det er så langt i år vorte tildelt 14 nye spesialistmandat for ekstern forvaltning, åtte av desse i framveksande marknader. NBIM hadde ved utgangen av tredje kvartal lokalt baserte forvaltarar i blant anna Polen, Russland, Tyrkia, Kina, India, Indonesia, Malaysia, Thailand, Brasil og Sør-Afrika.

Dei bokførte avkastningsavhengige honorara til eksterne forvaltarar auka til 1 241 millionar kroner i dei ni første

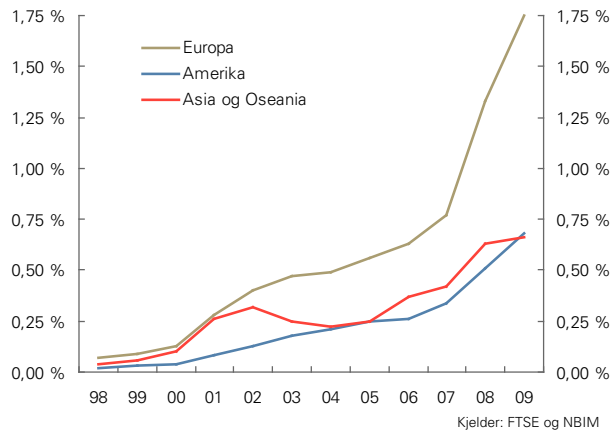
månadene av 2009, frå 260 millionar kroner i same periode i fjor. Auken kjem til dels av at eksterne aksjeforvaltarar har levert gode resultat over tid, ikkje minst for dei tre første kvartala i år. Det er i tillegg vorte tildelt fleire nye mandat i 2008 og 2009.

Honorar ut frå avkastning blir ikkje rekna ut med bakgrunn i om marknaden går opp eller ned, men om den enkelte forvaltaren gjer det betre enn marknaden over tid. Det er også eit langsiktig utrekningsgrunnlag for utbetalingane, som typisk blir rekna ut over ein 36-månaders periode. Dette gjer at honoraravsetningane per kvartal som regel ikkje vil reflektere oppnådd meiravkastning det seinaste kvartalet.

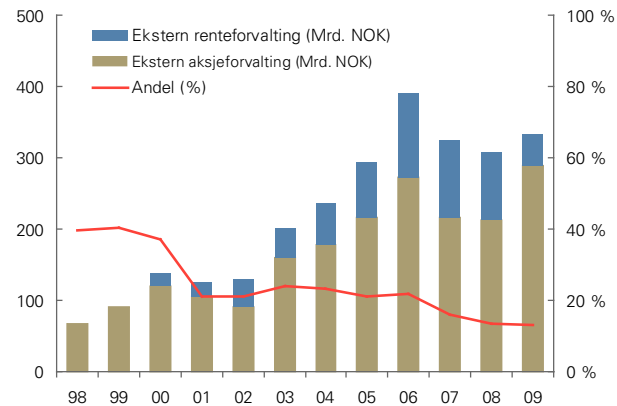
Figur 3-1 Fordeling på aktivaklassar 2004–2009. Prosent



Figur 3-2 Eigardelar i aksjemarknadene 1998–2009. Prosent av marknadskapitaliseringa til FTSE-indeksen



Figur 3-3 Ekstern forvaltning 1998–2009. Milliardar kroner og prosent



Tabell 3-1 Største aksjeholdninger per 30. september 2009

Selskap	Land	Behaldning i millionar kroner
HSBC Holdings PLC	Storbritannia	21 469
Royal Dutch Shell PLC	Storbritannia	18 344
Nestle SA	Sveits	17 060
BP PLC	Storbritannia	16 827
Total SA	Frankrike	14 036
Banco Santander SA	Spania	12 174
Telefonica SA	Spania	11 947
Vodafone Group PLC	Storbritannia	11 894
Exxon Mobil Corp	USA	11 625
Roche Holding AG	Sveits	11 445

Tabell 3-2 Største obligasjonsholdninger per 30. september 2009

Utferdar	Land	Behaldning i millionar kroner
Amerikanske stat	USA	88 592
Tyske stat	Tyskland	74 960
Britiske stat	Storbritannia	74 837
Japanske stat	Japan	44 619
Italienske stat	Italia	40 685
Franske stat	Frankrike	38 782
Fannie Mae	USA	30 947
European Investment Bank	Int. organisasjon	28 835
Kreditanstalt für Wiederaufbau	Tyskland	25 677
Bank of Scotland plc	Storbritannia	23 446

Marknadsverdi, avkastning og risiko

Den samla avkastninga i Statens pensjonsfond - Utland var 13,5 prosent i tredje kvartal. Meiravkastninga sett i forhold til referanseporteføljen var 1,5 prosentpoeng.

Verdien av fondet auka med 163 milliardar kroner i tredje kvartal til 2 549 milliardar kroner. Fondet vart tilført 49 milliardar kroner i nye midlar i kvartalet og avkastninga på investerte midlar var 325 milliardar kroner. Ein sterkare kronekurs medverka til å redusere verdien av fondet med 211 milliardar kroner i kvartalet (figur 4-1). Endring i kronekursen har ikkje noko å seie for den internasjonale kjøpekrafta til fondet.

Så langt i år har verdien av fondet auka med 273 milliardar kroner. Av dette utgjorde tilførsler 133 milliardar kroner, medan positiv avkastning målt i internasjonal valuta var 529 milliardar kroner. I same periode har ein sterkare kronekurs medverka til å redusere fondsverdien med 389 milliardar kroner.

Fondet hadde i tredje kvartal 2009 ei avkastning på 13,5 prosent målt i internasjonal valuta (tabell 4-1). Avkastninga på aksjeporteføljen var 17,7 prosent, medan avkastninga på renteporteføljen var 7,2 prosent. Fondet hadde ei årleg avkastning på 4,5 prosent mellom 1. januar 1998 og utgangen av september 2009 (tabell 4-2). Etter frådrag for forvaltingskostnader og prisstiging, var avkastninga i den same perioden 2,5 prosent, opp frå 1 prosent ved starten av 2009.

Avkastninga av fondet blir målt opp mot avkastninga i referanseporteføljen som Finansdepartementet har fastsett. Forskjellen blir ofte kalla den relative avkastninga på fondet, eller meiravkastninga for forvaltninga.

Denne meiravkastninga var 1,5 prosentpoeng i tredje kvartal (tabell 4-1). Særleg renteforvaltninga medverka til det sterke resultatet, med ei meiravkastning på 3,3 prosentpoeng. Aksjeforvaltninga hadde ei meiravkastning på 0,2 prosentpoeng i kvartalet.

Meiravkastninga er målt i utanlandsk valuta. Meiravkastninga blir mindre når ho blir målt med norske kroner som basisvaluta, fordi krona styrkte seg i kvartalet. Det er meiravkastninga målt i utanlandsk valuta som er relevant, fordi fondsmidlane ikkje blir veksla om til norske kroner for kvart kvartal. Meiravkastninga målt i utanlandsk valuta er også det beste målet for den aktive forvaltninga, fordi forvaltarane ikkje kurssikrar seg mot utviklinga i den norske krona.

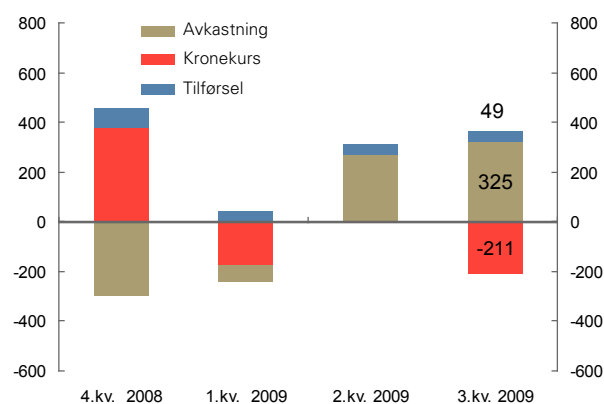
Rentemarknaden heldt fram å normalisere seg i tredje kvartal, ein prosess som tok til i andre kvartal. Fleire typar rentepapir byrja å nærme seg prisnivåa i marknaden før finansuroa kom på i 2007. Likviditeten i rentemarknaden var likevel framleis markert lågare enn for to år sidan.

Meiravkastninga frå renteforvaltninga i fondet i tredje kvartal kom i hovudsak av lite omsetjelege posisjonar som vart etablerte før finansuroa starta. Posisjonar innanfor pantesikra obligasjonar medverka særleg positivt. Selskapsobligasjonar hadde også ei positiv utvikling. Fleire bankar utnytta dei låge marknadsprisane på eigen ansvarleg lånekapital og kjøpte tilbake papir.

Meiravkastninga frå aksjeforvaltninga i tredje kvartal kom av eit positivt resultat frå internt forvalta aksjeporteføljar. Den eksterne forvaltninga medverka marginalt negativt. I eit kvartal der aksjemarknadene steig markert, har dei ulike strategiane i vår aktive aksjeforvaltning hatt ulik og ikkje systematisk eksponering mot dei underliggjande rørsleane i marknaden.

Fondet har så langt i år hatt ei samla avkastning på 21,8 prosent. Det er 3,4 prosentpoeng høgare enn avkastninga for referanseporteføljen. Posisjonar i rentemarknaden har hatt ein særleg positiv effekt på meiravkastninga til no i år,

Figur 4-1 Endring i marknadsverdi fjerde kvartal 2008 – tredje kvartal 2009. Milliardar kroner



Tabell 4-1 Nøkkeltal per 30. september 2009. Kvartalstal

	1.kv. 2008	2.kv. 2008	3.kv. 2008	4.kv. 2008	1.kv. 2009	2.kv. 2009	3.kv. 2009
Marknadsverdi. Milliardar kroner							
Marknadsverdien av renteinvesteringane	1 011	961	997	1 146	985	948	967
Marknadsverdien av aksjeinvesteringane	935	1 031	1 123	1 129	1 091	1 438	1 581
Marknadsverdien av fondet	1 946	1 991	2 120	2 275	2 076	2 385	2 549
Tilførsel i kvartalet *)	88	91	128	77	44	40	49
Avkastning i kvartalet	-116	-32	-186	-300	-66	270	325
Endring som følge av svingingar i NOK-kursen	-45	-13	186	379	-177	-1	-211
Den totale endringa i fondet	-73	46	128	156	-199	309	163

*) Tilførslane i denne tabellen vik noko frå rekneskapen (jf. note 3) på grunn av ulik behandling av forvaltingsgodtgjersle

Avkastninga av fondet målt i internasjonal valuta. Prosent

Avkastning av aksjeporteføljen	-12,67	-1,60	-13,12	-20,58	-8,84	19,49	17,69
Avkastning av renteporteføljen	0,87	-1,72	-1,19	1,55	-0,88	5,07	7,19
Avkastning av fondet	-5,62	-1,87	-7,68	-10,30	-4,81	12,67	13,51
Avkastning av referanseporteføljen	-4,79	-2,10	-5,97	-8,62	-4,48	10,60	12,03
Meiravkastning	-0,83	0,24	-1,70	-1,68	-0,33	2,07	1,48
Kvartalsvise forvaltingskostnader	0,02	0,02	0,02	0,03	0,04	0,04	0,04
Avkastning av fondet etter forvaltingskostnader	-5,64	-1,89	-7,70	-10,32	-4,85	12,63	13,47
Meiravkastning etter forvaltingskostnader	-0,85	0,21	-1,72	-1,71	-0,37	2,04	1,44

Avkastning av fondet målt i norske kroner. Prosent

Avkastning av aksjeporteføljen	-14,71	-1,90	-5,84	-8,41	-14,46	19,69	8,63
Avkastning av renteporteføljen	-1,49	-2,02	7,08	17,12	-6,99	5,25	-1,06
Avkastning av fondet	-7,83	-2,17	0,06	3,45	-10,67	12,86	4,76
Avkastning av referanseporteføljen	-7,02	-2,41	1,90	5,38	-10,36	10,78	3,40

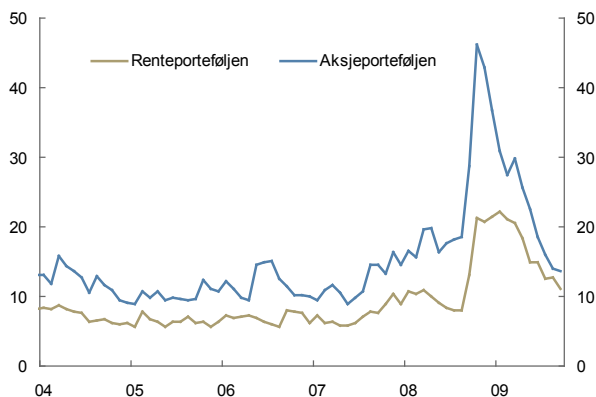
Kostnader i forvaltninga. Prosent

Utrekna innfasingskostnader	0,05	0,03	0,08	0,10	0,06	0,02	0,01
Annualiserte forvaltingskostnader	0,10	0,10	0,09	0,11	0,16	0,15	0,15

Verdiutvikling sidan oppstart. Milliardar kroner

Samla brutto tilførsel	1 852	1 943	2 072	2 150	2 195	2 236	2 286
Samla forvaltingskostnader	8	9	9	10	11	12	12
Samla tilførsel etter forvaltingskostnader	1 844	1 935	2 063	2 140	2 184	2 224	2 273
Samla avkastning	387	355	169	-131	-197	73	398
Kronekursjustering	-285	-298	-112	266	89	88	-123
Marknadsverdien av fondet	1 946	1 991	2 120	2 275	2 076	2 385	2 549
Samla avkastning etter forvaltingskostnader	379	346	160	-140	-207	62	386

Figur 4-2 Absolutt volatilitet 2004 – 2009. Prosent



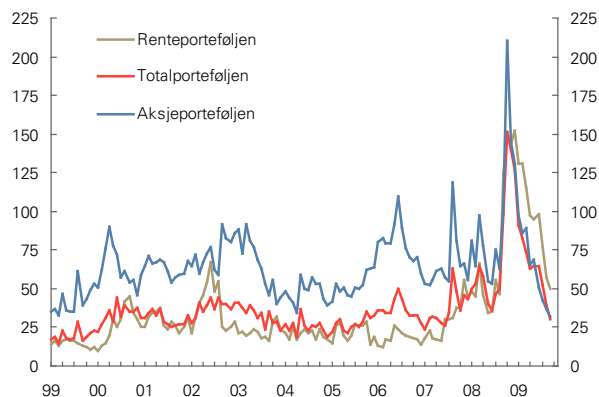
men også aksjeforvaltninga har medverka positivt. Bidraget frå renteforvaltninga kjem i hovudsak av normalisering i markedene, medan effekten frå aksjeforvaltninga kjem frå ulike sektorar og regionar.

Likviditeten i rentemarknadene var på unormalt lågt nivå ved starten av 2009, men har teke seg opp i løpet av året. Det har, saman med lågare risiko for svikt i finanssystemet, ført til kursoppgang og meir normale prisnivå for rentepapir i tredje kvartal. Effekten av denne normaliseringa vil vere avgrensa framover.

Det er transaksjonskostnader knytte til innfasing av nye midlar til fondet og til omvekting av referanseporteføljen. NBIM har estimert dei direkte og indirekte transaksjonskostnadene knytte til innfasing og omvekting til 122 millionar kroner i tredje kvartal 2009. Det utgjorde 0,25 prosent av dei 49 milliardar kronene som fondet vart tilført i tredje kvartal.

Figur 4-2 viser utviklinga i markedssvingingane (absolutt volatilitet) for aksje- og renteporteføljen. Marknadene har normalisert seg i løpet av 2009. Volatiliteten i aksjemarknadene låg ved utgangen av tredje kvartal på dei same nivåa som før finansuroa kom på i midten av 2007, mens svingingane i rentemarknadene låg noko over nivåa før finansuroa.

Figur 4-3 Forventa relativ volatilitet 1999 – 2009. Basispunkt



For å rekne ut forventa volatilitet, bruker vi ein modell som tek utgangspunkt i historiske svingingar. Ved utgangen av tredje kvartal var det forventa absolute årlege svingingar i fondet på 250 milliardar kroner, tilsvarande 9,8 prosentpoeng (figur 1-4). Det vil seie at verdien av fondet er venta å svinge innanfor eit intervall på pluss eller minus 250 milliardar kroner i to av tre år, som følgje av endringar i marknadsavkastninga.

I periodar med unormalt store markedssvingingar vil føresetnadene for modellen bli svekte og forventningane bli mindre treffsikre. Dette såg vi særleg i dei urolege markedene i siste halvdel av 2008.

Figur 4-3 viser utviklinga i forventa relativ volatilitet for fondet som heilskap, og for rente- og aksjeporteføljen separat. Den forventa relative volatiliteten, som måler kor mykje avkastninga i fondet er venta å variere frå referanseporteføljen, har den same markerte nedgangen som observert i første halvår. Det kjem i hovudsak av ein generell reduksjon i storleiken på fondsinvesteringane og mindre svingingar i markedene generelt. Dei fleste posisjonane i renteporteføljen som var lite likvide ved inngangen til 2008, er framleis i fondet.

Tabell 4-2 Nøkkeltal per 30. september 2009. Annualiserte tal

(Målt i internasjonal valutakorg)	Siste år	Siste 3 år	Siste 5 år	Siste 10 år	Sidan 1.1.1998
Porteføljeavkastning (prosent)	9,21	0,14	4,06	3,94	4,49
Referanseavkastning (prosent)	8,16	0,66	4,14	3,74	4,28
Meiravkastning (prosentpoeng)	1,05	-0,51	-0,08	0,19	0,21
Standardavvik (prosent)	17,77	12,16	9,72	7,94	7,66
Faktisk relativ volatilitet (prosentpoeng)	2,03	1,54	1,22	0,91	0,85
Informasjonsrate	0,52	-0,32	-0,07	0,21	0,25
Brutto årleg avkastning (prosent)	9,21	0,14	4,06	3,94	4,49
Årleg prisvekst (prosent)	-0,5	1,9	2,1	1,9	1,8
Årlege forvaltingskostnader (prosent)	0,13	0,11	0,11	0,10	0,10
Årleg netto realavkastning (prosent)	9,63	-1,87	1,79	1,87	2,54

Tabell 4-3 Renteporteføljen per 30. september 2009 fordelt etter kredittvurdering

Prosent av renteporteføljen	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	Lågare	Inga vurdering
Stats- og statsrelaterte obligasjonar	33,1	7,1	2,2	0,8	0,0	0,0	0,1
Realrenteobligasjonar	4,1	3,4	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Selskapsobligasjonar	0,4	4,4	8,7	6,2	0,6	0,2	0,1
Pantesikra obligasjonar	24,5	2,1	0,2	0,3	0,2	1,1	0,1
Sum obligasjonar og andre renteberande verdipapir	62,1	17,0	11,3	7,3	0,8	1,3	0,3

Basert på kredittvurdering frå minst eitt av kredittvurderingsbyråa Moody's, Standard & Poor's og Fitch. Kategorien "inga vurdering" inkluderer verdipapir som ikkje er vurderte av desse tre byråa. Desse verdipapira kan vere vurderte av andre, lokale byrå.

Tabell 4-4 Nøkkeltal for risiko og eksponering

Risiko	Grenser	Faktisk			
		31.12.2008	31.03.2009	30.06.2009	30.09.2009
Marknadsrisiko	Maksimalt 1,5 prosentpoeng relativ volatilitet	1,27	0,74	0,65	0,30
Aktivafordeling *)	Renteporføljen 30-50 prosent	50,4	47,4	39,7	38,0
	Aksjeporføljen 50-70 prosent	49,6	52,6	60,3	62,0
Valutafordeling renter	Europa 50-70 prosent	59,9	60,0	60,1	59,8
	Amerika 25-45 prosent	34,3	35,1	34,8	35,0
	Asia/Oseania 0-15 prosent	5,8	4,9	5,0	5,2
Marknadsfordeling aksjar	Europa 40-60 prosent	48,6	49,4	49,8	51,1
	Amerika/Afrika 25-45 prosent	35,2	35,2	35,1	34,4
	Asia/Oseania 5-25 prosent	16,2	15,3	15,1	14,5
Eigardel	Største eigardel maksimalt 10 prosent	8,71	9,47	9,50	9,00

*) Rammene for aktivafordeling vart endra i tredje kvartal, etter innfasing av auka aksjedel.

Eigarskapsutøving

NBIM tek stadig i bruk nye verkemiddel i eigarskapsutøvinga. Vi har i år fremja aksjonærframlegg for første gong. Vi har i tillegg delteke i høyringar om selskapsstyring og aksjonærrettar, og publisert forventingane våre til korleis verksemdar bør handtere klimautfordringar.

NBIM stiller aksjonærforslag

Vi har fremja forslag i fem amerikanske selskap der vi foreslår endringar i vedtektene, slik at same person ikkje kan ha rollene som styreleiar og administrerande direktør. Dette er første gongen NBIM sjølv set fram aksjonærforslag.

Forslaga vart offentleggjorde i september i innkallingane til generalforsamling i fjerde kvartal i fire av selskapa. Vi hadde også dialog om temaet med verksemdene og andre investorar. Eitt av selskapa valde å endre retningslinjene sine etter dialog med oss, slik at det vil bli valt ein uavhengig styreleiar i selskapet når noverande administrerande direktør går av.

Vi har i år stemt imot alle kandidatar som stiller til styreval i selskap der dei er konsernsjef. Rollene som styreleiar og administrerande direktør er svært ulike. Ein uavhengig styreleiar er ein føresetnad for at styret skal kunne føre tilfredsstillande kontroll med leiinga i selskapet. Vi arbeider med å fremje ei slik uavhengig stilling i marknader der det ikkje er vanleg praksis. Det gjeld særleg i USA, Japan og Frankrike.

Betre marknadsstandardar

Målet vårt er å oppnå resultat i enkeltsselskap som kan medverke til betre marknadsstandardar for god selskapsstyring. Vi arbeider også overfor styresmakter og standardsetjarar, og deltok i tredje kvartal i høyringar om selskapsstyring og aksjonærrettar i Storbritannia, Nederland og USA.

I Storbritannia var vi med i ei høyring der det vart føreslege å innføre særskilde reglar for finanssektoren. Vi meiner at krava for selskapsstyring i størst mogleg grad bør gjelde for alle selskap, uavhengig av kva sektor dei tilhøyrer.

I Nederland har NBIM, saman med andre institusjonelle investorar, åtvare mot føreslegne lovendingar som kan vengeklippe rettane aksjeeigarane har og auke risikoen for investorane. Forslaga opnar mellom anna for at aksjonærane kan misse stemmeretten i tre år ved utilfredsstillande innrapportering av eigardata frå depotbankar. NBIM ønskjer og at det blir innført flaggereglar for kjøpsopsjonar med kontantoppgjer, slik at det ikkje lenger blir mogleg å kjøpe seg opp i eit selskap utan kjennskap i marknaden.



I USA støtta vi i august eit framlegg frå verdipapirtilsynet (SEC) om at selskap ved styreval skal presentere aksjonærane sine motkandidatar i dei ordinære saksdokumenta til generalforsamlinga, såkalla "proxy access." NBIM føreslo tiltak som skal gjere det enklare for aksjonærane å ta i bruk det nye verkemidlet og vanskelegare for selskapa å motsetje seg konkurranse om styreverv. I eit separat høyringsvar støtta vi framlegget frå SEC om at selskap må grunngje kvifor dei vel å ha ein uavhengig styreleiar eller ikkje.

NBIM har i 2009 teke eit initiativ til å styrkje finansieringa av bustadmarknaden i Europa. Vi har, i felleskap med andre store investorar, oppretta investorsamanslutninga *Covered Bond Investor Council* (CBIC). Målet er å betre likviditeten og informasjonen i marknaden for obligasjonar med fortrinnsrett. Ein velfungerande marknad for slike obligasjonar er avgjerande for den langsiktige finansieringsevna til bankane, og renta på bustadlån.

CBIC oppretta under det første møtet sitt i juli to grupper som vil arbeide med likviditet og ein open marknad. CBIC var også i dialog med kredittvurderingsbyrå i tredje kvartal og kommenterte føreslegne endringar for obligasjonar med fortrinnsrett. På førespurnad frå det britiske finanstillsynet (FSA), føreslo NBIM og andre sentrale CBIC-deltakarar tiltak for å betre den britiske marknaden for slike obligasjonar.

Satsingsområde miljø

NBIM publiserte i tredje kvartal eit nytt forventingsdokument om satsingsområdet klimaendringar (*NBIM Investor Expectations: Climate Change Management*).

Eit anna dokument om det nye fokusområdet vassforvaltning (*NBIM Investor Expectations: Water Management*) vart lagt ut i ein open konsultasjonsrunde.



Rekneskapsrapportering

Nedenfor presenterer vi rekneskapsinformasjon for Statens pensjonsfond – Utland. Fondsrekneskapsen er ein del av, og er utdrag frå, Noregs Banks balanse og rekneskap.

Resultatrekneskap og balanse

Resultatrekneskap (tal i millionar kroner)	Note	Til no i år				
		3.kv. 2009	3. kv.2008	30.09.2009	30.09.2008	31.12.2008
Resultat frå finansielle egedelar ekskl. valutakursreguleringar						
Renteinntekter innskot i utanlandske bankar		48	113	125	335	494
Renteinntekter utlån knytte til tilbakesalsavtalar		39	3 390	647	12 636	14 189
Netto inntekt/kostnad – vinst/tap frå:						
- aksjar og andelar		262 424	-162 980	414 540	-299 477	-595 304
- obligasjonar og andre renteberande verdipapir		66 085	-11 775	108 371	-24 290	-686
- finansielle derivat		-3 293	-9 165	7 062	-6 003	-31 210
Rentekostnad innlån knytt til tilbakekjøpsavtalar		-269	-5 179	-2 023	-16 469	-20 124
Andre rentekostnader		-4	-38	302	-279	-613
Andre kostnader		34	6	-114	93	44
Sum resultat frå forvaltninga før kursreguleringar på valuta		325 064	-185 628	528 911	-333 455	-633 209
Kursreguleringar på valuta		-210 844	185 712	-389 305	127 643	506 163
Sum resultat		114 220	83	139 606	-205 811	-127 046
Påkomen forvaltingsgodtgjersle	2	-884	-408	-2 504	-1 370	-2 165
Resultat etter forvaltingsgodtgjersle tilført kronekonto		113 336	-325	137 101	-207 181	-129 211

Balanse				
(tal i millionar kroner)	Note	30.09.2009	30.09.2008	31.12.2008
EIGEDLAR				
FINANSIELLE EIGEDLAR				
Innskot i bankar		5 972	15 165	18 111
Utlån knytt til tilbakesalsavtalar		135 816	521 885	274 132
Gjeven kontanttrygd		0	0	114
Aksjar og andelar	5,6	1 579 873	1 115 383	1 126 760
Obligasjonar og andre renteberande papir	5,6	1 247 176	1 286 950	1 612 236
Andre krav		9 662	62 922	17 164
SUM FINANSIELLE EIGEDLAR		2 978 498	3 002 305	3 048 517
GJELD OG EIGARS KAPITAL				
FINANSIELL GJELD				
Kortsiktig innlån		1 402	573	133
Innlån knytt til tilbakekjøpsavtalar		239 138	623 318	514 395
Motteken kontanttrygd	4	152 545	208 182	188 608
Finansielle derivat		16 709	12 090	36 320
Uoppgjorde handlar		8 242	30 820	30 144
Anna gjeld		11 919	7 373	3 463
Påkomen forvaltingsgodtgjersle		2 504	1 370	2 165
SUM FINANSIELL GJELD		432 459	883 725	775 228
Eigars kapital	3	2 546 040	2 118 580	2 273 289
SUM GJELD OG EIGARS KAPITAL		2 978 498	3 002 305	3 048 517

Note 1. Rekneskapsprinsipp

Delårsrekneskapen for tredje kvartal er utført i samsvar med rekneskapsprinsippa for Noregs Bank. Ein omtale av rekneskapsprinsippa som er lagde til grunn ved avlegging av rekneskap kjem fram i årsrekneskapen for 2008.

Delårsrekneskapen inneheld ikkje all informasjon som er kravd i ein fullstendig årsrekneskap, og bør lesast i samanheng med årsrekneskapen for 2008.

Utarbeidinga av rekneskapsrapporteringa for Noregs Bank inneber bruk av estimat og vurderingar som kan påverke eigedelar, gjeld, inntekter og kostnader. Under rekneskapsprinsipp i årsrekneskapen for 2008 er det gjort nærare greie for vesentlege estimat og føresetnader.

Note 2. Forvaltingskostnader

	Januar - september 2009		Januar – september 2008	
	1 000 kroner	Prosent	1 000 kroner	Prosent
Interne kostnader	492 663		495 637	
Kostnader til depot og oppgjør	204 826		215 967	
Minimumshonorar til eksterne forvaltarar	317 835		262 695	
Avkastningsavhengige honorar til eksterne forvaltarar	1 240 875		259 721	
Andre kostnader	248 184		135 771	
Sum alle forvaltingskostnader	2 504 383	0,15	1 369 791	0,09
Sum forvaltingskostnader, eksklusive avkastningsavhengige honorar	1 263 508	0,07	1 110 070	0,07

Note 3. Eigars kapital

(tal i millionar kroner)	30.09.2009	30.09.2008	31.12.2008
Innskot kronekonto pr. 01.01.	2 273 289	2 016 955	2 016 955
Tilførsel i løpet av året	135 650	308 806	385 545
Resultat tilført kronekonto	139 606	-205 811	-127 046
Eigars kapital før fråtrekk av forvaltingsgodtgjering	2 548 545	2 119 950	2 275 454
Forvaltingsgodtgjering til Noregs Bank	-2 504	-1 370	-2 165
Eigars kapital – Innskot kronekonto	2 546 040	2 118 580	2 273 289

Note 4. Utlån av verdipapir

Det var lånt ut verdipapir gjennom eksterne utlånsprogram til ein verdi av 319,4 milliardar kroner per 30. september 2009, mot 435,1 milliardar kroner per 30. september 2008. Utlånte verdipapir er sikra gjennom mottekne pant, og for ein utlånsagent gjennom ein garantiavtale. Det er totalt motteke pant for utlånte verdipapir til ein verdi av 336,3 milliardar kroner per 30. september 2009. Av dette er 152,5 milliardar kroner mottekne i form av kontantar, og resten i form av verdipapir. Kontantsikringa er frå og med årsrekneskapen for 2008 rekna inn i balansen. Motteken kontantsikringa er reinvestert i tilbakesalsavtalar og obligasjonar. Desse reinvesteringane er balanseførde til 148,9 milliardar kroner per 30. september 2009.

Total avsetning for urealisert verditap på reinvesterte stilte kontantsikringar var 3,6 milliardar kroner per 30. september 2009. Verditapet er rekna ut på bakgrunn av marknadsverdi på reinvesteringane. Av dette er 3,2 milliardar kroner urealiserte tap baserte på verdsetjing ved bruk av ordinære priskjelder (fordelt på 2,0 milliardar kroner for verdipapiriserte obligasjonar, 0,3 milliardar kroner for selskapsobligasjonar og 0,9 milliardar kroner for såkalla *structured investment vehicles*), medan 0,4 milliardar kroner er likviditetsfrådrag i samband med prisjusteringsmetoden (note 6). Det er rekneskapsført ein urealisert vinst på desse reinvesteringane for dei ni første månadene i år på 5,1 milliardar kroner, som er ei reversering av tidlegare urealiserte tap for investeringane. Dette kjem fram på resultatlinja netto inntekt/kostnad og gevinst/tap frå obligasjonar og andre renteberande verdipapir. Denne delen av reinvesteringsprogrammet vart frosen for halvtanna år sidan, og investeringane blir reduserte etter kvart som obligasjonane går til forfall.

Note 5. Aksjar og andelar/obligasjonar og andre renteberande papir

	Nyskaffingskost	Verkeleg verdi verdipapir	Opptent utbytte/renter	Verkeleg verdi
Børsnoterte aksjar og andelar	1 620 804	1 576 740	2 441	1 579 181
Andelar i ikkje børsnoterte rente og aksjefond	663	692	-	692
Sum aksjar og andelar	1 621 467	1 577 432	2 441	1 579 873
Stat og statsrelaterte obligasjonar	528 600	533 385	8 324	541 709
Inflasjonsjusterte obligasjonar	87 108	93 699	397	94 096
Selskapsobligasjonar	279 988	253 382	4 925	258 307
Pantesikra obligasjonar	360 946	347 907	5 157	353 064
Sum obligasjonar og andre renteberande verdipapir	1 256 642	1 228 373	18 803	1 247 176

Note 6. Måling til verkeleg verdi av finansielle instrument

Fastsetjing av verkeleg verdi

Majoriteten av instrumenta som fondet er investert i, er rekna for å inneha avgrensa med prisingsrisiko. Aksjeinvesteringane er vurderte som forholdsvis enkle å verdivurdere då det ligg føre offisielle børskursar som er baserte på ein aktiv transaksjonsmarknad for nesten alle posisjonane i porteføljen. Når det gjeld behaldningar i obligasjonar, er biletet for prisuvisse likevel nyansert. Prisfastsetjinga av statsobligasjonar og likvide statsgaranterte obligasjonar er baserte på marknadsprisar som kan observerast i ein aktiv marknad for kursstilling og med hyppige transaksjonar. Selskapsobligasjonar, obligasjonar med fortrinnsrett, verdipapiriserte obligasjonar garanterte av føderale kredittinstitusjonar og ein del statsgaranterte og statsrelaterte obligasjonar er derimot vurderte som prisa av modellar med datapunkt som kan observerast. Størsteparten av desse er likevel vurderte å ha relativt avgrensa med prisingsrisiko då datapunkta i modellane i forholdsvis stor grad kan observerast.

Samla eksponering som er vurdert spesielt usikker med omsyn til korrekt prisfastsetjing var 59 milliardar kroner ved utgangen av tredje kvartal. Dette bestod nesten utelukkande av verdipapiriserte obligasjonar som ikkje er garanterte av føderale kredittinstitusjonar. Dette var ein nedgang i eksponering på fire milliardar kroner frå andre kvartal 2009, då eksponeringa var 63 milliardar.

Tabellen nedanfor deler inn investeringane i kategoriar for vurdert prisuvisse per 30. september 2009.

(tal i millionar kroner)

Kategorisering av investeringar mot prisuvisse	Marknadsprisar som kan observerast i aktive marknader	Modellprising med datapunkt som kan observerast	Modellprising med mindre tryggleik rundt fastsetjinga av verkeleg verdi	Totalt
Aksjar og andelar	1 567 130	11 784	960	1 579 873
Obligasjonar	575 914	613 684	57 578	1 247 176
Totalt	2 143 043	625 468	58 538	2 827 049

Gjennom fleire analysar og diskusjonar med ulike aktørar i marknaden (prisleverandørar, meklarar og eksterne forvaltarar) er det utvikla metodar for verdsetjing som er meinte å ta omsyn til den ytterlegare uvissa. Metodane inneber at verdien av enkelte typar instrument er nedjusterte gjennom eit likviditetsfrådrag frå den verdien som er rapportert frå ordinære priskjelder. Storleiken på frådraget er avhengig av vurdert uvissa i prisen frå prisingskjelda. Det rekneskapsmessige likviditetsfrådraget vart redusert frå 1 922 millionar kroner i andre kvartal til 1 664 millionar kroner ved utgangen av tredje kvartal. Av det totale likviditetsfrådraget kjem 373 millionar kroner frå stilte kontantsikringar som er reinvesterte i obligasjonar (note 4).

Norges Bank Investment Management (NBIM)

Bankplassen 2

Postboks 1179, Sentrum

0107 Oslo

Tlf: +47 24 07 30 00

contact@nbim.no

www.nbim.no