

# Forvaltningsrapport

Statens Pensjonsfond – Utland 2. kvartal 2008



# Innhold

Hovedpunkter	2
Nøkkeltall	3
Markedene	4
Porteføljen	8
Markedsverdi, avkastning og risiko	10
Eierskapsutøvelsen	14
Tema: Innfasingen av mindre børsnoterte selskaper	16
Regnskapsrapportering	18

- Svakere vekst og tiltagende inflasjon. Vanskelig farvann for finansielle investorer
- Likviditets- og kredittkrisen er ikke over
- Aksjeandelen første gang over 50 prosent
- Eierandel over 1 prosent i gjennomsnitt i europeiske selskaper
- Meravkastning 0,24 prosent i NBIMs forvaltning

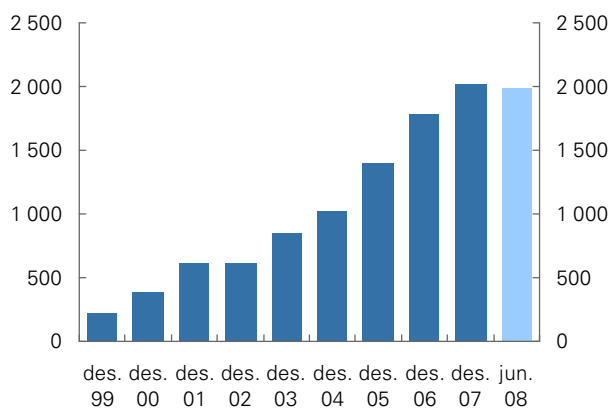
# Nøkkeltall

Markedsverdien for Statens pensjonsfond – Utland var 1 992 milliarder kroner ved utgangen av kvartalet, se figur 2–1. Dette var en økning på 46 milliarder kroner fra utgangen av første kvartal.

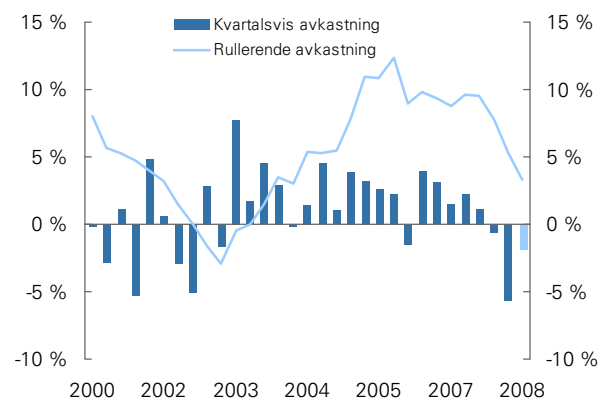
Kursnedgangen i aksje- og rentemarkedene i andre kvartal 2008 førte til at avkastningen målt i en internasjonal valuta-kurv ble -1,9 prosent, se figur 2–2. Forvaltningsresultatet måles mot en referanseportefølje som er fastsatt av Finansdepartementet. Et sentralt mål for forvaltningen er over tid å oppnå høyere avkastning på den faktiske porteføljen enn på referanseporteføljen. I andre kvartal 2008 oppnådde NBIM en meravkastning på 0,24 prosentpoeng og de siste tre årene har den annualiserte meravkastningen vært -0,02 prosentpoeng, se figur 2–3.

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 avvik i forvaltningen er satt til 1,5 prosentpoeng forventet relativ volatilitet. Den forventede relative volatilitet i fondet ligger godt under denne grensen, se figur 2–4.

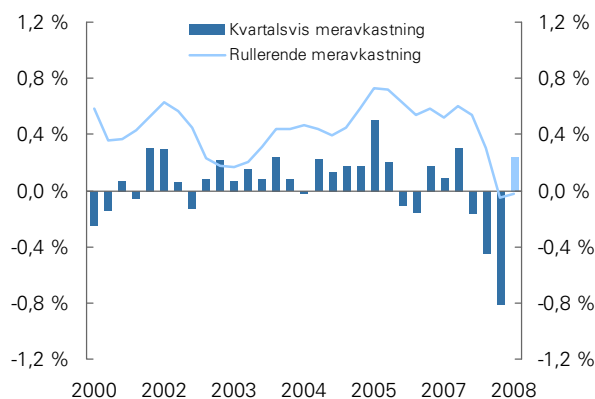
**Figur 2-1** Markedsverdi 1999 – 2008. Milliarder kroner



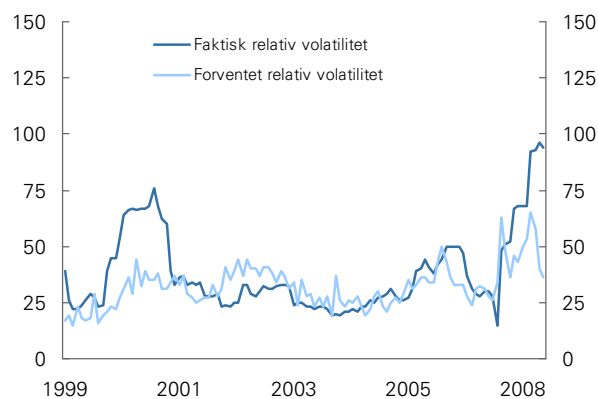
**Figur 2-2** Kvartalsvis avkastning og rullerende annualisert avkastning siste tre år 2000 – 2008. Prosent



**Figur 2-3** Kvartalsvis og rullerende annualisert meravkastning siste tre år 2000 – 2008. Prosentpoeng



**Figur 2-4** Forventet og faktisk relativ volatilitet 1999 – 2008. Basispunkter



# Markedene

Andre kvartal ble preget av betydelig volatilitet, både i aksjemarkedene og ulike deler av rentemarkedet. Aksjemarkedet steg i den første delen av kvartalet, men trenden ble brutt i mai og de globale aksjeindeksene falt kvartalet sett under ett. Krisen i det finansielle systemet fortsatte med rapportering av nye store tap i ulike finansinstitusjoner. En kombinasjon av lavere vekst og tiltagende inflasjon førte til lavere inntjeningsforventninger i bedriftene. Stigende renter kan knyttes til større usikkerhet om inflasjonsutviklingen.

Den finansielle krisen, som begynte sommeren 2007 med fall i prisene på verdipapirer utstedt med sikkerhet i amerikanske boliglån med lav kredittkvalitet, fortsatte inn i andre kvartal 2008. Renten på lån bankene mellom lå fortsatt høyt over risikofri rente, se figur 3-1. Dette er en indikasjon på at situasjonen ikke har normalisert seg og at bankene krevde en høy premie for å ta motpartsrisiko. Den høye og vedvarende rentedifferansen kan være et tegn på at aktørene forventer en ytterligere forverring av kredittforholdene.

I USA måtte bankene bokføre økte tap på alle deler av sine utlån, også på områder som ikke er direkte knyttet til boliglån. To mindre amerikanske banker ble satt under administrasjon i andre kvartal og prisen på å forsikre seg mot tap på verdipapirer utstedt av amerikanske og europeiske banker steg kraftig, se figur 3-2. Finanssektoren har hentet inn mer enn 300 milliarder USD i ny kapital siden krisen startet, men har måttet ta nær 500 milliarder USD i tap. Sektorens kapitalsituasjon er dermed samlet sett blitt svekket. Bankene må stramme til sin kredittgivning, og det er risiko for at dette i seg selv kan svekke den økonomiske aktiviteten og redusere låntagernes evne til å bære lån.

Usikkerheten rundt den økonomiske utviklingen fremover knytter seg også til den videre utviklingen i boligprisene. Økningen i bankenes utlån de senere årene har falt sammen med en langvarig oppgangsperiode i boligprisene både i USA og en rekke europeiske land, se figur 3-3. Kombinasjonen av lavere boligpriser og høyere ledighet bidro til å redusere konsumentenes forventninger til sin egen økonomiske situasjon. Denne utvikling har tidligere falt sammen med redusert etterspørsel etter konsumvarer, se figur 3-4, noe som svekker inntjeningspotensialet for selskaper i denne sektoren.

Prisene på flere sentrale råvarer steg gjennom kvartalet. Råolje ble omsatt for opp mot 140 USD pr fat, se figur 3-5. Prisene på sentrale jordbruksvarer har også steget raskt det siste året, se figur 3-6. Denne utviklingen har slått særlig

sterkt inn i mange fremvoksende økonomier hvor mat og energi utgjør en stor del av den samlede etterspørselen, og gitt en raskt stigende inflasjon. I andre kvartal slo denne utviklingen i sterkere grad inn i den observerte inflasjonen også i de industrialiserte landene, se figur 3-7. Kombinasjonen av tiltagende inflasjon og lavere vekst er særlig utfordrende for finansielle investorer og vil generelt sett føre til lavere verdsetting av både aksje- og renteinvesteringer.

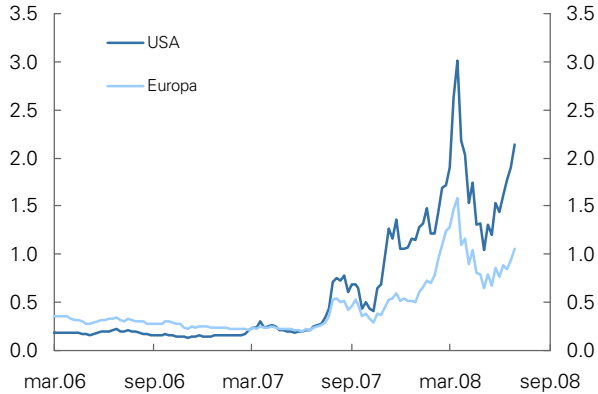
USA er inne i en periode med lav vekst, og det er indikasjoner på at veksten også er avtagende i Europa. I de fremvoksende markedene har veksten holdt seg sterk gjennom andre kvartal, og antagelig bidratt sterkt til de stramme råvaremarkedene. Hvorvidt veksten kan fortsette i en situasjon med tiltagende inflasjon og svakere vekstimpulser fra de industrialiserte landene er en sentral problemstilling i markedet.

**Figur 3-1** Differansen mellom bankenes lånerente i pengemarkedet og amerikansk statsgjeld. <sup>1)</sup> Prosent



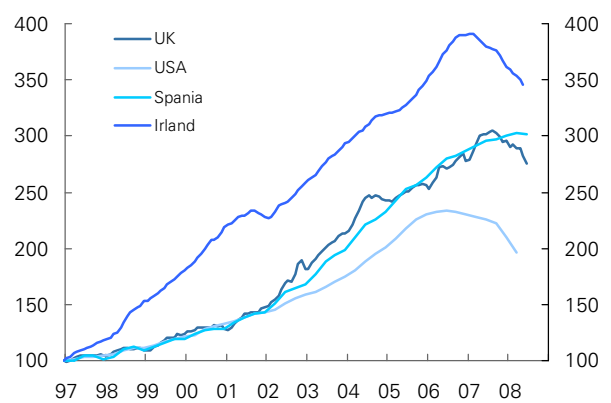
<sup>1)</sup> Tre måneders renter  
Kilde: Ecowin

**Figur 3-2** Pris på forsikring mot tap på obligasjoner utstedt av europeiske og amerikanske finansinstitusjoner. Prosent



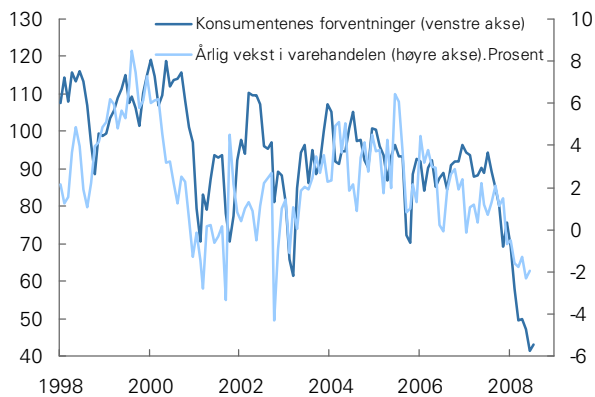
Kilde: Markit, NBIM

**Figur 3-3** Boligprisutvikling i utvalgte land. Indeksert (1.1.1997=100)



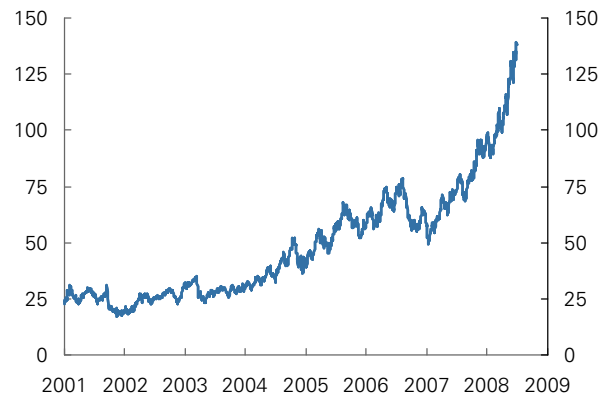
Kilde: Nasjonale myndigheter, Halifax, Case-Schiller

**Figur 3-4** Forventningsindikator for amerikanske konsumenter og varehandelen i USA



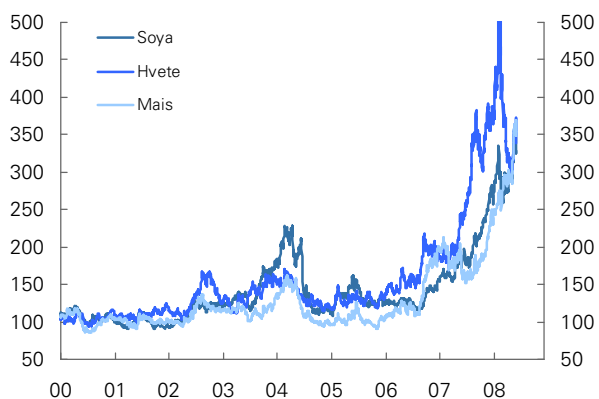
Kilde: Conference Board

**Figur 3-5** Spotpris på Råolje (Brent i USD).



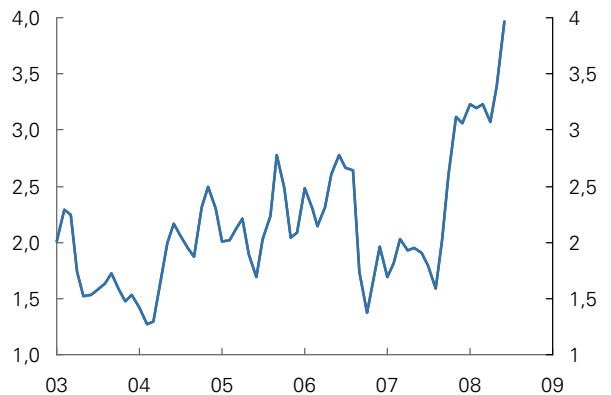
Kilde: Ecwin

**Figur 3-6** Prisutvikling på sentrale jordbruksvarer. Indeksert



Kilde: CBOT

**Figur 3-7** Konsumpriser. Årlig rate. Prosent



Kilde: Ecwin. Et vektet snitt av nasjonale inflasjonsrater i industrialiserte land.

## Aksjemarkedet

Avkastningen på den brede "FTSE global all Cap" indeksen var -1,4 prosent målt i fondets valutakurv. Over det siste året har de fremvoksende aksjemarkedene gitt klart høyere avkastning enn investeringer i de industrialiserte landene. I andre kvartal var det imidlertid moderate regionale forskjeller i avkastningen. Asia/Oseania var det sterkeste området med om lag 5 prosentpoeng høyere avkastning enn Europa som var det svakeste geografiske området, se figur 3-8.

De økonomiske utviklingstrekkene gav seg imidlertid utslag i store forskjeller i avkastning mellom ulike sektorer, se tabell 3-1. Investeringer i Olje og gassektoren gav en avkastning på 19,1 prosent målt i fondets valutakurv, mens tilsvarende avkastning i finanssektoren var -11,4 prosent. En betydelig forskjell i avkastningen har utviklet seg over det siste året, se figur 3-9. Avkastningen var også svak i sektorene konsumvarer og konsumtjenester.

En enkel vurdering av verdsettingen av aksjemarkedet tar utgangspunkt i dagens prising av selskapene forhold til inntjeningen. Beregnet for en global indeks (FTSE World) har dette forholdet falt til om lag 13,1 ved utgangen av andre kvartal, som er lavt sett i lys av historien de seneste 12 årene, se figur 3-10. Dette kan tolkes som at den forventede inntjeningsveksten som prises inn i markedet er meget lav eller at investorene krever en høy premie for investeringer i aksjemarkedet.

## Rentemarkedet

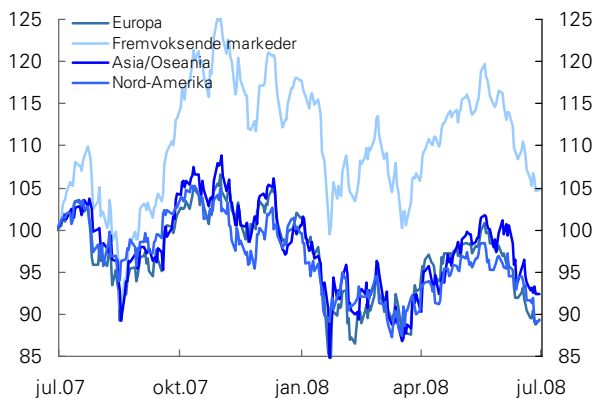
Rentenivået i hovedmarkedene steg kraftig i annet kvartal, se figur 3-11. Tiårsrenten i USA steg med om lag 0,5 prosentpoeng og tilsvarende renter i Europa og Japan med henholdsvis 0,7 og 0,3 prosentpoeng. Denne utviklingen kan ha sammenheng med den økte inflasjonen som kan observeres, og usikkerhet knyttet til den videre inflasjonsutviklingen og sentralbankenes respons. Samlet sett gav den brede renteindeksen Lehman Global Aggregate en avkastning på -3,3 prosent i perioden.

Lavere renter og økt usikkerhet i markedet for selskapsobligasjoner og pantet sikrede obligasjoner har ført til at statsobligasjoner har hatt en relativt sett bedre avkastning siste år sett under ett. I andre kvartal reverserte denne trenden seg i noen grad ved at statsobligasjonsindeksen falt mest i en fase med økte renter, se figur 3-12.

**Tabell 3-1** Avkastning på FTSEs indeks fordelt på næringssektorer. Prosent målt i internasjonal valuta. Andre kvartal 2008

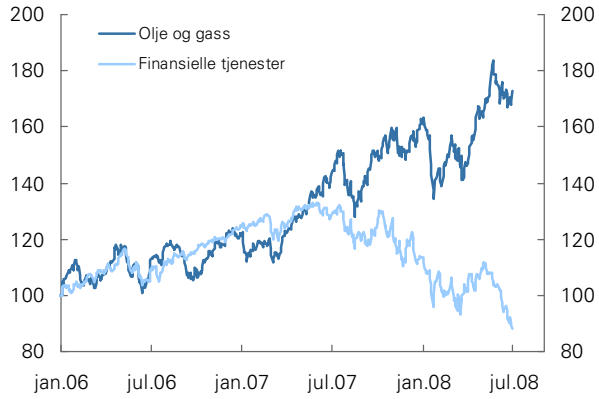
Næringssektor	Avkastning
Olje og gass	19,08
Råvarer	11,44
Energi og vannforsyning	4,31
Teknologi	1,33
Helsetjenester	0,25
<b>FTSEs verdensindeks</b>	<b>-1,43</b>
Telekommunikasjon	-2,42
Generell Industri	-4,20
Forbrukstjenester	-6,23
Forbruksvarer	-7,32
Finansielle tjenester	-11,41

**Figur 3-8** Regional aksjemarkedsavkastning (felles valuta, indekstert)



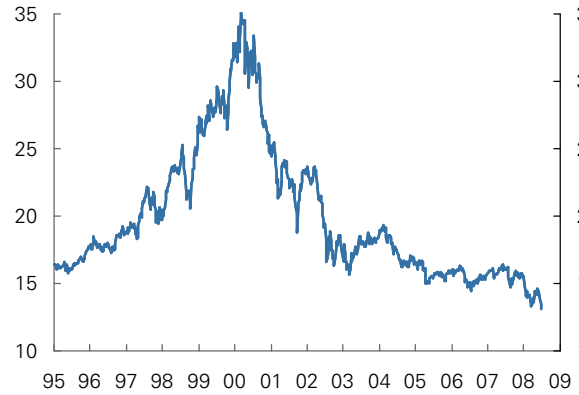
Kilde: FTSE

**Figur 3-9** Indeksert avkastning ved investeringer i olje- og gassektoren og finanssektoren (finansielle tjenester)



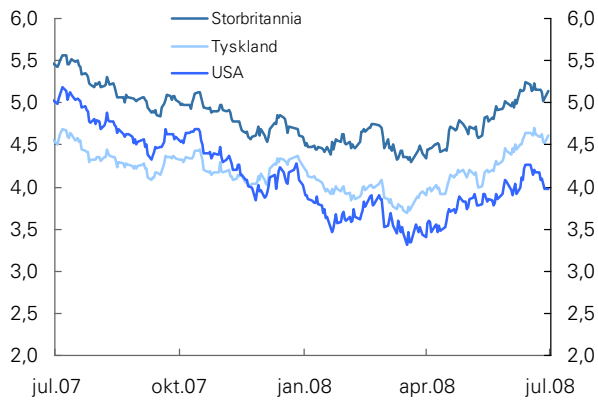
Kilde: FTSE World Index

**Figur 3-10** Beregnet pris/inntjening rate på aksjemarkedet



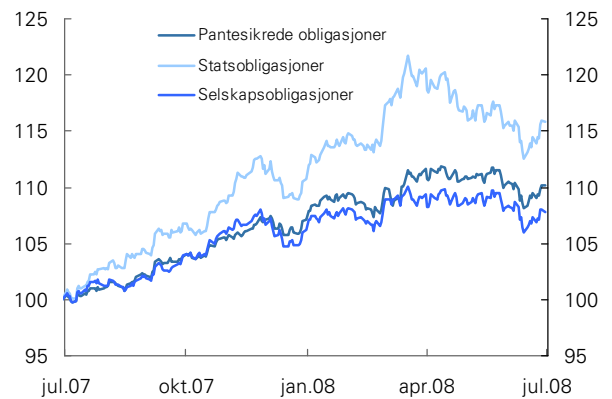
Kilde: IBES, Worldscope, NBIM

**Figur 3-11** Renter på statsobligasjoner med 10 års løpetid. Prosent



Kilde: Ecowin

**Figur 3-12** Avkastning på brede grupper obligasjoner



Kilde: Lehman Global Aggregate



# Porteføljen

Den strategiske allokeringen til aksjer ble økt til fra 40 til 60 prosent sommeren 2007, og bakgrunnen er beskrevet i årsberetningen for 2007. For et stort fond med betydelig tilflyt av midler er det ikke hensiktsmessig å gjøre denne tilpasningen på ett tidspunkt. Snarere vil slike tilpasninger skje over tid og ved bruk av tilflyt til fondet. Ved utgangen av andre kvartal var aksjeandelen 52 prosent, og for første gang er fondets aksjeportefølje større enn fondets renteportefølje, se figur 4-1.

Økningen i den strategiske allokeringen til aksjer og tilflyten av midler til fondet innebærer at fondets eierandel i aksjemarkedene stiger. I løpet av andre kvartal steg verdien av fondets eierskap i europeiske aksjer til over 1 prosent av den samlede verdien på selskapene som inngår i referanseporteføljen, se figur 4-2.

NBIM kan benytte eksterne forvaltere i gjennomføringen av forvaltningsoppdraget. Omfanget av den eksterne forvaltningen er redusert den senere tiden både i absolutt og relativ forstand. Ved utgangen av andre kvartal utgjorde kapital under forvaltning av eksterne forvaltere 11 prosent av fondets samlede kapital. Dette er det laveste nivået siden aksjer ble inkludert som aktivaklasse for fondet i 1998, se figur 4-4.

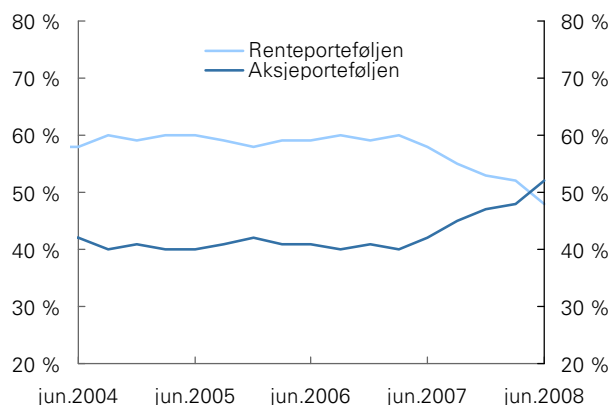
Både på aksje- og rentesiden har fondet en strategisk overvektning av europeiske investeringer sett i forhold til markedenes størrelse i global sammenheng. Dette betyr at

det vil være en tendens til at store europeiske selskaper og europeiske utstedere av obligasjoner dominerer listen over fondets største investeringer, se tabell 4-1 og 4-2.

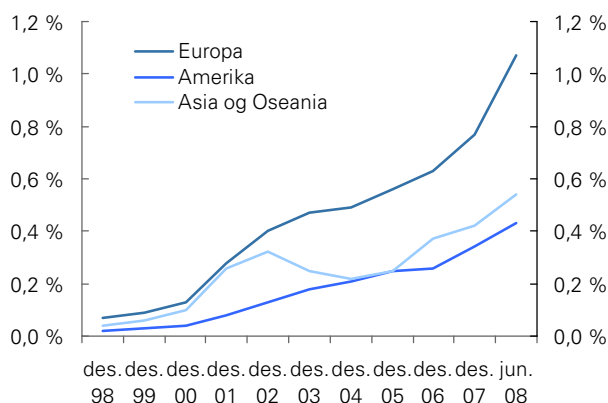
Fondet kan eie opp til 10 prosent av de stemmeberettigede aksjene i et selskap. Denne begrensningen ble øket fra 5 prosent etter at Stortingets gav sin tilslutning til endringen i juni 2008. Ved utgangen av andre kvartal lå de største eierandelene fondet holder i enkelt-selskap tett opp til 5 prosent.

Forvaltningen er fra og med inngangen til andre kvartal organisert i fem forvaltningsenheter. De fem gruppene er aksjeforvaltningen, renteforvaltningen, eksterne forvaltning, risikostrategier og kapitalstrategier. Gruppene for risikostrategier og kapitalstrategier vil kunne ta større og mer konsentrerte posisjoner i markedet også på kryss av aktivaklasser.

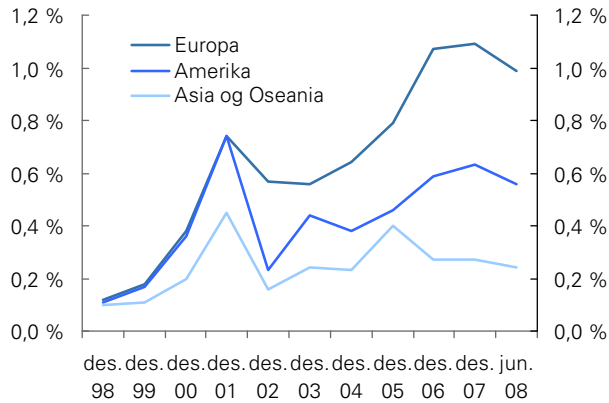
**Figur 4-1** Fordeling på aktivaklasser 1998 – 2008. Prosent



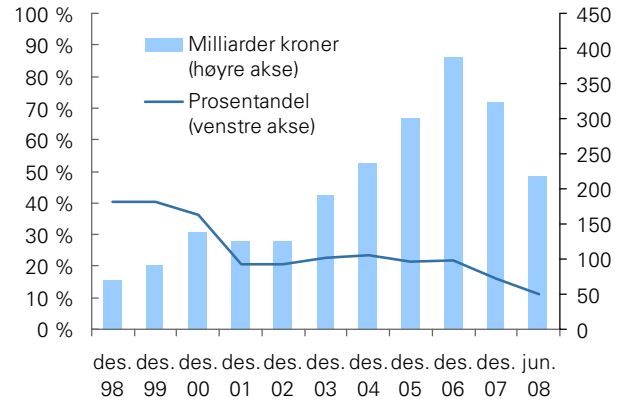
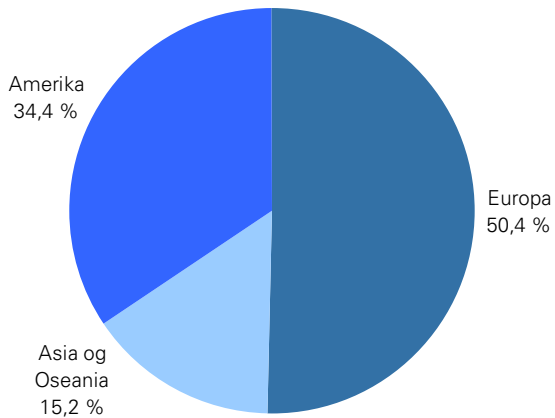
**Figur 4-2** Eierandeler i aksjemarkedene<sup>1)</sup> 1998 – 2008. Prosent



<sup>1)</sup> Som prosentandel av markedskapitaliseringen til FTSE-indeksen. Kilder: FTSE og NBIM

**Figur 4-3** Eierandeler i rentemarkedene 1998 – 2008. Prosent

<sup>1)</sup> Som prosentandel av markeds kapitaliseringen til Lehman-indeksen.  
Kilder: Lehman og NRIM

**Figur 4-4** Ekstern forvaltning 1998 – 2008. Milliarden kroner og prosentandel**Figur 4-5** Regionfordeling av aksjeporteføljen, per 30. juni 2008. Prosent

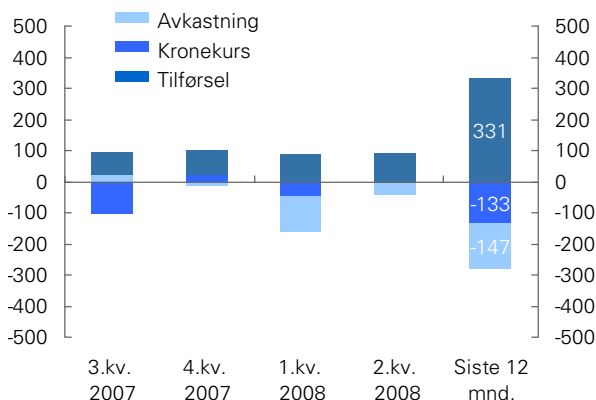
# Markedsverdi, avkastning og risiko

Markedsverdien av Statens pensjonsfond – Utland var 1 992 milliarder kroner ved utgangen av andre kvartal 2008, se tabell 5–1. Verdien økte med 46 milliarder kroner i løpet av kvartalet. Det ble tilført nye midler for 91 milliarder kroner. Negativ avkastning på investerte midler bidro til å redusere verdien med 39 milliarder kroner. I tillegg ble fondets kroneverdi redusert med 6 milliarder kroner som følge av en sterkere kronekurs i forhold til de valutaene som fondet er investert i. Endring i kronekursen har imidlertid ingen betydning for fondets internasjonale kjøpekraft.

De siste tolv måneder har fondets markedsverdi økt med 51 milliarder kroner, se figur 5–1. Tilførsel av nye midler har utgjort 331 milliarder kroner, mens negativ avkastning målt i internasjonal valuta og sterkere kronekurs har bidratt til å redusere markedsverdien med henholdsvis 147 og 133 milliarder kroner. Siden oppstart i 1996 har fondet fått tilført 1 887 milliarder kroner, se tabell 5–1. Avkastningen målt i internasjonal valuta har økt verdien med 352 milliarder kroner, mens en sterkere krone i forhold til investeringsvalutaene har redusert fondets verdi med om lag 248 milliarder kroner.

Fondet hadde i andre kvartal 2008 en periodeavkastning på -1,87 prosent målt i internasjonal valuta, se tabell 5–1. Aksjeporteføljen hadde en avkastning på -1,60 prosent og renteporteføljen en avkastning på -1,72 prosent. Fra 1. januar 1998 har fondet hatt en annualisert årlig brutto avkastning på 4,95 prosent, se tabell 5–2. Etter fradrag for forvaltningskostnader og prisstigning, er årlig netto realavkastning beregnet til 2,8 prosent.

**Figur 5-1** Endring i markedsverdi tredje kvartal 2007 – annet kvartal 2008. Milliarder kroner

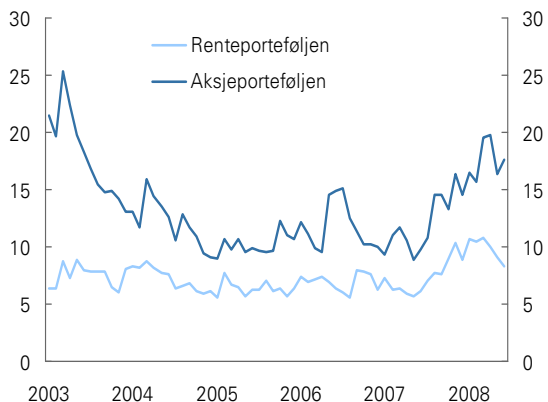


Avkastningen som Norges Bank oppnår på faktisk portefølje, blir målt i forhold til avkastningen på referanseporteføljen som Finansdepartementet har fastsatt. Forskjellen mellom avkastningstallene gir den brutto meravkastningen som NBIM har bidratt med. Avkastningen til fondet var i andre kvartal 0,24 prosentpoeng høyere enn avkastningen på referanseporteføljen, se tabell 5–1. De viktigste bidragene til meravkastningen i perioden kom fra eksterntforvaltningen og renteforvaltningen.

Ved utgangen av andre kvartal 2008 var tre års rullerende annualisert meravkastning -0,02 prosentpoeng, fem års rullende meravkastning 0,20 prosentpoeng og siden 1998 0,32 prosentpoeng, se tabell 5–2.

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 641 millioner kroner i andre kvartal 2008. Dette utgjorde

**Figur 5-2** Absolutt volatilitet 2003 – 2008. Prosent. Målt i norske kroner



**Tabell 5-1 Nøkkeltall per 30. juni 2008. Kvartalstall**

	1.kv. 2007	2.kv. 2007	3.kv. 2007	4.kv. 2007	1.kv. 2008	2.kv. 2008
<b>Markedsverdi (mrdr. kroner)</b>						
Renteinvesteringenes markedsverdi	1 124	1 120	1 054	1 061	1 011	961
Aksjeinvesteringenes markedsverdi	753	819	878	958	935	1 031
Fondets markedsverdi	1 876	1 939	1 932	2 019	1 946	1 992
<b>Tilførsel i kvartalet</b>						
Tilførsel i kvartalet	93	68	76	77	88	91
<b>Avkastning i kvartalet</b>						
Avkastning i kvartalet	27	42	21	-14	-115	-39
<b>Endring som følge av svingninger i NOK-kursen</b>						
Endring som følge av svingninger i NOK-kursen	-28	-46	-104	24	-46	-6
<b>Fondets avkastning målt i internasjonal valuta (prosent)</b>						
Aksjeporteføljens avkastning	2,59	7,40	-0,30	-2,77	-12,67	-1,60
Renteporteføljens avkastning	0,74	-1,19	2,10	1,30	0,87	-1,72
Fondets avkastning	1,48	2,23	1,15	-0,64	-5,62	-1,87
Referanseporteføljens avkastning	1,39	1,93	1,33	-0,20	-4,79	-2,10
<b>Fondets avkastning målt i norske kroner (prosent)</b>						
Aksjeporteføljens avkastning	1,04	4,86	-5,57	-1,59	-14,71	-1,90
Renteporteføljens avkastning	-0,78	-3,53	-3,29	2,53	-1,49	-2,02
Fondets avkastning	-0,05	-0,19	-4,20	0,56	-7,83	-2,17
Referanseporteføljens avkastning	-0,15	-0,49	-4,03	1,01	-7,02	-2,41
Meravkastning	0,09	0,30	-0,17	-0,45	-0,81	0,24
<b>Kostnader i forvaltningen (prosent)</b>						
Beregnete innfasingskostnader	0,01	0,01	0,02	0,04	0,05	0,03
Annualiserte forvaltningskostnader	0,09	0,09	0,09	0,09	0,10	0,10
<b>Verdiutvikling siden oppstart (mrdr. kroner)</b>						
Samlet tilførsel	1 488	1 556	1 632	1 709	1 797	1 887
Samlet avkastning	454	496	518	504	390	352
Kronekursjustering	-66	-112	-218	-194	-241	-248
Fondets markedsverdi	1 876	1 939	1 932	2 019	1 946	1 992

0,7 prosent av det totale overføringsbeløpet på 91 milliarder kroner og 0,03 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.

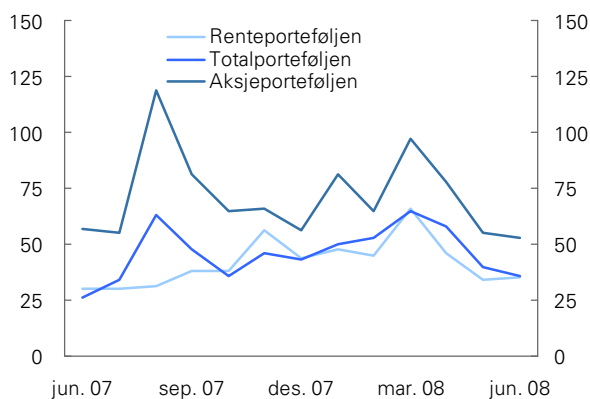
Svingningene i de internasjonale aksje- og rentemarkedene medfører endringer i fondets markedsverdi. Fondets forventede volatilitet er et statistisk mål, som gir et anslag på "normale" variasjoner i markedsverdien til fondet over det neste året. Siden sommeren 2007 har markedssvingningene målt ved den absolutte volatiliteten steget i både aksje- og renteporteføljen, se figur 5-2.

Finansdepartementet har satt en grense for forventet avvik i avkastningen mellom den faktiske porteføljen og referanseporteføljen. Denne grensen 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. Etter en stigning i første kvartal, falt forventet relativ volatilitet i andre kvartal, se figur 5-3. Den forventede relative volatilitet i fondet ligger godt under den grensen som er fastsatt av Finansdepartementet.

NBIM benytter flere risikomodeller og metoder for å styre risikoen i den samlede porteføljen. Risikorammen i forvaltningsmandatet fra Finansdepartementet er definert ved bruk

**Figur 5-3** Forventet relativ volatilitet juli 2007 – juni 2008. Basispunkter



av én modell, RiskManager. Risikomodellen estimerer hvor store variasjoner som kan ventes i avkastningen basert på porteføljens sammensetning og historiske markedssdata.

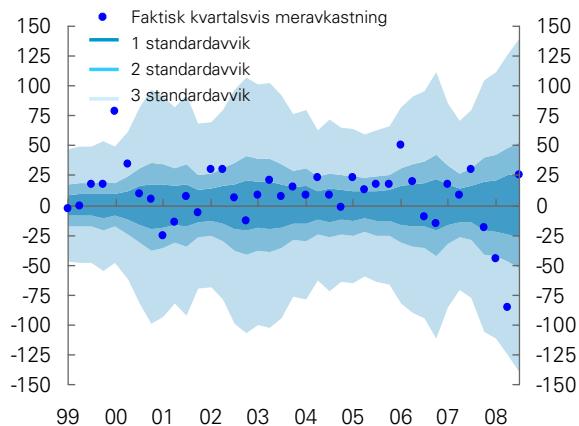
Modellen tilsier at i omlag to av tre tilfeller skal den faktiske avkastningen ligge innenfor intervallet dannet av det mørke området i figur 5.4. Figuren viser realisert kvartalsvis meravkastning fra 2002 (punkter) sammenlignet med hvor store utslag modellen forventet på samme tidspunkt.

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 mindre presis i perioder med store endringer. For siste år synes det som om modellert risiko i RiskManager, uttrykt gjennom forventet relativ volatilitet, har underestimert den faktiske risikoen i porteføljen. Modellens svakheter og strenge normalmarkedsforutsetning ved estimering av risiko suppleres i NBIM med utfyllende analyser.

Renteporteføljen har gjennomgående en høy kredittvurdering. Ved utgangen av andre kvartal var 97,9 prosent av porteføljen vurdert til Baa eller bedre ("investment grade"), se tabell 5-3.

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 5-4. Det var i løpet av kvartalet ingen brudd på investeringsretningslinjene.

**Figur 5-4** Konfidensintervall for risiko og realisert meravkastning 2002 – 2008 . Basispunkter



Kilde: NBIM, Riskmetrics

**Tabell 5-2** Nøkkeltall per 30. juni 2008. Annualiserte tall

(Målt i norske kroner)	Siste år	Siste 3 år	Siste 5 år	Siste 10 år	Siden 1.1.1998
Porteføljekastning (prosent)	-13,13	-0,45	2,55	2,90	3,63
Referanseavkastning (prosent)	-12,03	-0,43	2,35	2,61	3,31
Meravkastning (prosentpoeng)	-1,10	-0,02	0,20	0,29	0,32
Standardavvik (prosent)	8,19	8,28	8,31	8,56	8,49
Relativ volatilitet (prosentpoeng)	0,94	0,66	0,54	0,48	0,47
Informasjonsrate	-1,16	-0,04	0,37	0,60	0,68
(Målt i internasjonal valuta)					
Brutto årlig avkastning (prosent)	-6,93	3,34	6,04	4,61	4,95
Årlig prisvekst (prosent)	3,98	2,97	2,63	2,08	2,02
Årlige forvaltningskostnader (prosent)	0,09	0,10	0,10	0,09	0,09
Årlig netto realavkastning (prosent)	-10,58	0,36	3,23	2,39	2,78
Årlig brutto meravkastning (prosent)	-1,10	-0,02	0,20	0,29	0,32

**Tabell 5-3** Renteporteføljen fordelt etter kredittvurdering <sup>1)</sup>

Prosent av renteporteføljen	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	Lavere	P-1	Ingen vurdering
Stats- og statsrelaterte obligasjoner	18,2	12,0	2,6	0,6	0,1	0,1	-	0,6
Inflasjonsindekserte obligasjoner	5,6	3,2	0,2	-	-	-	-	-
Selskapsobligasjoner	1,2	7,1	7,9	6,1	0,4	0,2	-	0,1
Pantesikrede obligasjoner	31,1	1,1	0,6	0,1	0,1	0,1	-	0,2
Sertifikater	-	-	-	-	-	-	0,3	0,01
<b>Sum obligasjoner og andre rentebærende verdipapirer</b>	<b>56,1</b>	<b>23,5</b>	<b>11,4</b>	<b>6,9</b>	<b>0,6</b>	<b>0,4</b>	<b>0,3</b>	<b>0,8</b>

<sup>1)</sup> Basert på kredittvurdering fra minst ett av kredittvurderingsbyråene Moody's, Standard & Poor's og Fitch. Kategorien "ingen vurdering" inkluderer verdipapirer som ikke er vurdert av disse tre byråene. Disse verdipapirene kan være vurdert av andre, lokale byråer.

**Tabell 5-4** Nøkkeltall for risiko og eksponering

Risiko	Grenser	Faktisk		
		31.12.2007	31.3.2008	30.6.2008
Markedsrisiko	Maksimalt 1,5 prosentpoeng relativ volatilitet	0,43	0,65	0,36
Aktivfordeling	Renteporteføljen 30-70%	52,6	52,0	48,2
	Aksjeporteføljen 30-70%	47,4	48,0	51,8
Markedsfordeling aksjer	Europa 40-60%	48,8	50,3	50,4
	Amerika / Afrika 25-45%	36,4	34,9	34,4
	Asia / Oseania 5-25%	14,8	14,8	15,2
Valutafordeling renter	Europa 50-70%	59,4	59,8	58,7
	Amerika 25-45%	35,1	33,4	35,3
	Asia / Oseania 0-15%	5,5	6,7	6,0
Eierandel	Største eierandel maksimalt 10% (fra juni 2008)	4,99	4,99	4,99

# Eierskapsutøvelsen

Med aktivt eierskap mener vi utøvelse av eierrollen tilknyttet aksjer som fondet eier. Formålet med eierskapsutøvelsen er å fremme langsiktig finansiell avkastning i tråd med internasjonale standarder gjennom forskjellige aksjonærvirkemidler. Norges Bank har valgt å fokusere på temaer både innenfor tradisjonell selskapsstyring og innenfor bærekraftig utvikling i miljømessig og sosial forstand.

## Stemmegivning ved generalforsamlinger

NBIM forvaltet i andre kvartal aksjer i over 7 000 børsnoterte selskaper og har som mål å utøve stemmeretten i alle selskapene ved generalforsamlingen. De fleste generalforsamlingene avholdes i andre kvartal og nedenfor gis det en kort oversikt over de trender vi har observert i 2008 (se tabell 6-1 for statistikk over stemmegivningen).

I det amerikanske markedet har det vært en videreføring av temaer fra tidligere år. Aksjonærer i mange selskaper har igjen vist mistillit til styret og ledelsen ved å stemme avholdende på gjenvalg av styremedlemmer og ved å støtte aksjonærforslag som krever bedre selskapsstyring og aksjonærrettigheter. De viktigste temaene har vært:

- mangel på uavhengighet i styret og i viktige styrekomiteer
- samme person i stillingen som styreformann og administrerende direktør
- majoritetsvalg av styremedlemmer
- uklar sammenheng mellom lederavlønning og selskapsresultater
- aksjonærs mulighet til å stemme over avlønningsplaner
- ulike former for vern mot oppkjøp

I Japan var det på samme måte som i 2007 en rekke forslag om å innføre og videreføre ulike former for vern mot oppkjøp som skapte den største motstanden på generalforsamlingene. I kjølvannet av fjorårets oppkjøpsforsøk fra utlendinger fremmet mange hundre japanske selskaper forslag om innføring og videreføring av slike mekanismer. Det ble også fremmet flere aksjonærforslag enn tidligere år. Generelt så man en tendens til økt aktivisme fra både japanske og internasjonale investorer.

Aksjonærforslag i europeiske selskaper er ofte knyttet til situasjoner der en investor/investorgruppe søker å skifte ut styremedlemmer og ta kontroll over selskapet. Det har i 2008 vært flere slike situasjoner. I tillegg er det også fremmet et økende antall aksjonærforslag knyttet til selskapsstyring og aksjonærrettigheter. I flere europeiske markeder

må generalforsamlingen godkjenne avlønningsplanene til toppledelsen. I 2008 har man for enkelte selskaper sett stor motstand mot planene, blant annet som følge av mangelfull informasjon og uklar sammenheng mellom avlønning og selskapsresultater.

## Miljø

NBIM har i andre kvartal fortsatt sin kontakt med selskaper vedrørende deres involvering i lovgivningsarbeid knyttet til klimaforandringer. Senatet i den amerikanske kongressen behandlet i juni et omfattende forslag til regulering av drivhusgasser. Forslaget, som omfattet hele økonomien og ville bety nasjonale utslippstak og handel med utslippskvoter, kom ikke til plenumsbehandling. Industrien var imidlertid aktiv i å fremme sine interesser.

I sin dialog med større energiselskaper har NBIM understreket den interesse diversifiserte investorer har av effektive globale løsninger på klimautfordringen. Dette må starte med troverdige skritt i store industriland. Selskaper har legitime grunner til å delta i debatten, men dersom virkningen er at global kontroll med drivhusgasser forhindres er dette i strid med investorinteresser. NBIM møtte i kvartalet seks selskapers toppledelse eller ansvarlige på myndighetskontakt.

## Barnearbeid

Etter initiativ fra NBIM samlet noen av de store multinasjonale selskapene innen bomulls- og grønnsaksfrøproduksjon i India seg til et møte i juni. Formålet med møtet var å diskutere muligheten til en samordnet tilnærming rundt temaet barnearbeid og utvikling av en felles industristandard for denne sektoren og regionen. NBIM har identifisert denne sektoren som særlig eksponert for barnearbeid med påfølgende sosiale og finansielle risikoer. Dette forsterkes ytterligere ved at produksjonen er økende i omfang. NBIM vil bidra til en videre prosess for å utvikle en felles definisjon av barnearbeid, en felles standard for overvåking og kontroll for å måle og rapportere barnearbeid.





**Tabell 6-1** Stemmegivning første halvår 2008. Antall møter og prosent

Møte / Region	1.1.2008 – 30.6.2008			1.1.2007 – 30.6.2007		
	Antall møter	Avgitt stemme	Andel	Antall møter	Avgitt stemme	Andel
Amerika	2 547	2 515	99 %	1 017	977	96 %
Europa	1 647	1 099	67 %	793	517	65 %
Asia / Oseania	2 663	2 529	95 %	1 266	1 226	97 %
<b>Totalt</b>	<b>6 857</b>	<b>6 143</b>	<b>90 %</b>	<b>3 076</b>	<b>2 720</b>	<b>88 %</b>



# Tema:

## Innfasing av mindre børsnoterte selskaper i aksjeporteføljen

Aksjeporteføljen i Statens pensjonsfond – Utland er bredt sammensatt over både regioner og land. Fra oppstart av aksjeinvesteringer i 1998 bestod referanseindeksen for aksjer (FTSE) av de største børsnoterte selskapene, mens NBIM i tillegg også hadde anledning til å investere i mindre selskaper under forutsetning av at de var børsnoterte.

Basert på anbefalinger fra blant annet Norges Bank (se bankens brev av 20. oktober 2006 for en nærmere begrunnelse) besluttet Finansdepartementet i juni 2007 etter diskusjon i Stortinget å utvide sammensetningen av fondets strategiske referanseportefølje til også å omfatte mindre børsnoterte aksjeselskaper. Betegnelsen "mindre aksjeselskaper" henviser til selskapene med lavest markedsverdi i FTSE – indeksen. Den engelske betegnelsen "small cap" benyttes ofte, sammenlignet med "large cap" og "mid cap" for henholdsvis store og mellomstore aksjeselskaper som fra tidligere har inngått i fondets referanseportefølje.

Endringen innebar en betydelig endring i sammensetningen av referanseindeksen. Små aksjeselskaper utgjør en betydelig andel av universet i FTSE – indeksen. Overgangen til full eksponering i dette segmentet ble implementert over en fem måneders periode med oppstart oktober 2007 og omfattet en forventet investering på 129 milliarder kroner i over 4 500 nye selskaper, se figur 7–1. Innfasingen til ny referanseportefølje ble avsluttet ved utgangen av første kvartal 2008.

Den gamle referanseindeksen (FTSEs All-World Index) er en subindeks av den nye referanseindeksen (FTSE All Cap –indeksen), ettersom sistnevnte indeks inkluderer både segmentet for store og mellomstore aksjeselskaper fra den gamle indeksen og segmentet for mindre aksjeselskaper. Den utvidete All Cap indeksen inneholder mer enn 7 000 selskaper, hvorav rundt 4 500 selskaper er segmentet for mindre aksjeselskaper. Disse selskapene representerer omtrent tolv prosent av den totale markedsverdien i den

nye referanseindeksen. Figur 7-2 viser det forventede transaksjonsbehovet i mindre aksjeselskaper fordelt på land ved oppstart av innfasingen.

### Gjennomføring av utvidelsen

Fondets størrelse betyr at full eksponering mot de om lag tolv prosentene av All Cap indeksen som utgjør mindre aksjeselskaper, innebærer et betydelig transaksjonsvolum. Siden markedet for mindre aksjeselskaper ofte kjennetegnes ved lav likviditet, vil et stort transaksjonsvolum kunne medføre omfattende indirekte transaksjonskostnader ved at aksjekursene påvirkes mye. Det er viktig å merke seg at en endring i referanseporteføljen må følges av en samtidig endring i eksponeringen av den faktiske porteføljen for å unngå å øke fondets aktive risiko. To hovedstrategier ble vurdert i planleggingen av innfasingen:

a) Referanseporteføljen endres på ett tidspunkt: Referanseporteføljen endres momentant mens eksponeringen i den faktiske porteføljen bygges gjennom en kombinasjon av tilførsel og salg av eksisterende investeringer.

b) Referanseporteføljen endres stegvis: Faset endring av referanseporteføljen basert på forventet innflyt av ny kapital.

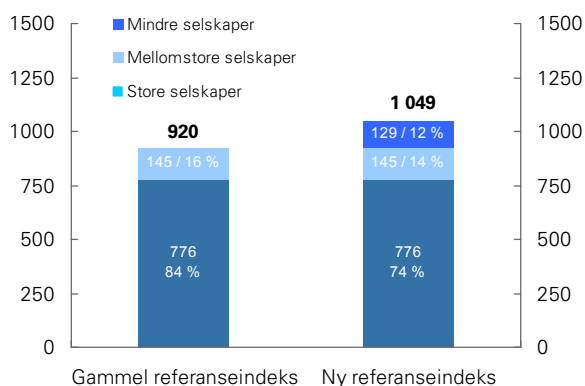
Ettersom fondet mottar betydelige overføringer gjennom Statens petroleumsinntekter, ville valg av strategi a) bety at solgte verdipapirer måtte kjøpes tilbake på et senere tidspunkt. En slik strategi kunne dermed pådra fondet unødvendige transaksjonskostnader. Strategi b) ble dermed

vurdert som den mest optimale fremgangsmåten. Dette åpnet samtidig for muligheten til å spre kjøp i små aksjeselskaper over en utvidet periode og dermed redusere forventet markedspåvirkning ytterligere. Figur 7-3 sammenfatter det faktiske transaksjonsvolumet per region i de tre fasene referanseporteføljen ble endret. Likviditeten i segmentet for små aksjeselskaper var såpass lav at bare omtrent 50 prosent av det faktiske transaksjonsvolumet ble gjennomført på samme dato som endringen av referanseporteføljen. De gjenstående handlingene ble fordelt rundt endringsdatoen for på den måten å redusere indirekte transaksjonskostnader,

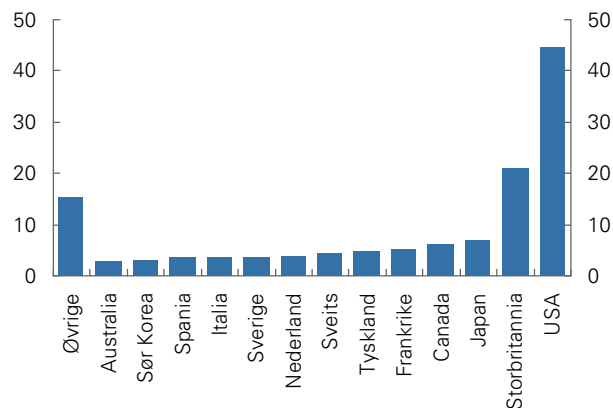
men samtidig også øke den relative risikoen når fondet var over (under) eksponert i små aksjeselskaper før (etter) endringene i referanseporteføljen.

Transisjonen var ferdigstilt ved utgangen av første kvartal 2008. Figur 7-4 viser sammensetningen av den faktiske referanseporteføljen per 31. mars 2008. Totalt ble det gjennomført transaksjoner til en verdi av 117 milliarder. Norges Bank har beregnet de samlede transaksjonskostnader til 1 110 millioner kroner eller 0,95 prosent av transaksjonsverdien.

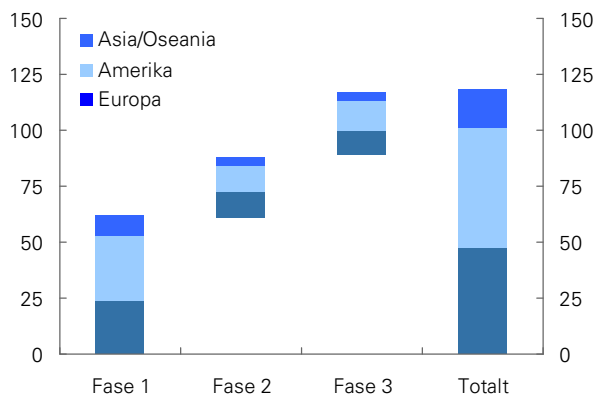
**Figur 7-1** Forventet ny og gammel referanseportefølje for aksjer. Beregninger per 31. oktober 2007. Prosent og milliarder kroner



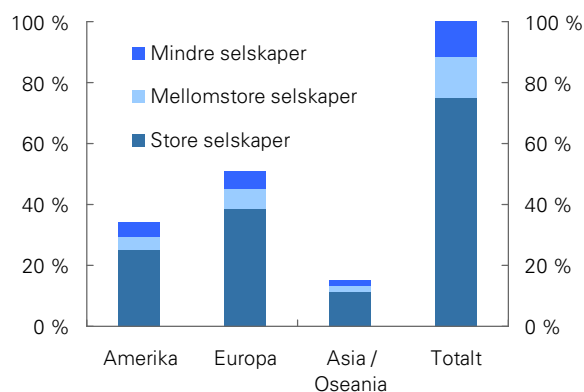
**Figur 7-2** Forventede kjøp i mindre aksjeselskaper per land. Beregninger per 31. oktober 2007. Milliarder kroner



**Figur 7-3** Faktisk transaksjonsvolum per region i mindre aksjeselskaper. Milliarder kroner



**Figur 7-4** Referanseporteføljen for aksjer med full eksponering i små aksjeselskaper. Prosent



# Regnskapsrapportering

## Driftskostnader

Forvaltningsavtalen mellom Finansdepartementet og Norges Bank fastsetter prinsippene for den godtgjøring 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.

Omregnet til årsrate utgjorde de samlede kostnadene i første halvår 2008 0,10 prosent av gjennomsnittlig markedsverdi av fondet, se tabell 8-1. Sett bort fra avkastningsavhengige honorarer til eksterne forvaltere utgjorde kostnadene 0,07 prosent av markedsverdien. Til sammenligning utgjorde tilsvarende kostnader i første halvår 2007 0,08 prosent av markedsverdi.

## Resultatregnskap og balanse

Nedenfor presenteres regnskapsinformasjon for Statens pensjonsfond – Utland. Fondets regnskap inngår i, og er

utdrag av, Norges Banks balanse og regnskap. Det er avgitt en særskilt revisjonsuttalelse om Statens pensjonsfond – Utland til Finansdepartementet.

### Regnskapsprinsipper

Delårsregnskapet for andre 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.

**Tabell 8-1** Forvaltningskostnader. I tusen kroner og i prosent av fondets markedsverdi. Første halvår 2008

Kostnadskomponent	Første halvår 2008		Første halvår 2007	
	1 000 kroner	Prosent	1 000 kroner	Prosent
Interne kostnader	313 811		287 872	
Kostnader til depot og oppgjør	136 254		110 210	
Minimumshonorarer til eksterne forvaltere	188 274		260 800	
Avkastningsavhengige honorarer til eksterne forvaltere	222 001		134 266	
Øvrige kostnader	101 137		45 277	
<b>Sum alle forvaltningskostnader</b>	<b>961 477</b>	<b>0,10</b>	<b>838 425</b>	<b>0,09</b>
<b>Sum forvaltningskostnader, eksklusive avkastningsavhengige honorarer</b>	<b>739 476</b>	<b>0,07</b>	<b>704 159</b>	<b>0,08</b>

**Tabell 8-2 Resultatregnskap**

(tall i millioner kroner)	Hittil i året				
	2. kv. 2007	2. kv. 2008	31.12.2007	30.6.2007	30.6.2008
<i>Resultat fra finansielle eiendeler ekskl. valutakursreguleringer</i>	313 811		287 872		
Renteinntekter innskudd i utenlandske banker	131	122	431	228	222
Renteinntekter utlån knyttet til gjensalgsvtaler	8 643	3 614	33 564	16 141	9 246
Netto inntekt/kostnad – gevinst/tap fra:					
- aksjer og andeler	52 730	-14 667	41 627	70 767	-136 496
- obligasjoner og andre rentebærende verdipapirer	-20 070	-20 241	19 750	-13 586	-12 516
- finansielle derivater	6 247	4 124	5 265	7 289	3 162
Rentekostnad innlån knyttet til gjenkjøpsavtaler	-7 898	-4 878	-32 509	-16 032	-11 290
Andre rentekostnader	-128	-224	-118	-146	-241
Andre kostnader	-46	102	-179	-97	87
<b>Sum resultat fra forvaltning før valutakursreguleringer</b>	<b>39 608</b>	<b>-32 049</b>	<b>67 831</b>	<b>64 563</b>	<b>-147 825</b>
Valutakursreguleringer	-43 812	-12 910	-146 412	-69 666	-58 069
Sum resultat	-4 204	-44 959	-78 581	-5 103	-205 894
Påløpt forvaltningsgodtgjøring	-452	-483	-1 783	-838	-961
<b>Resultat etter forvaltningsgodtgjøring tilført kronekonto</b>	<b>-4 656</b>	<b>-45 441</b>	<b>-80 364</b>	<b>-5 941</b>	<b>-206 855</b>

**Tabell 8-3 Balanse**

(tall i millioner kroner)	31.12.2007	30.6.2007	30.6.2008
<b>EIENDELER</b>			
<b>FINANSIELLE EIENDELER</b>			
Innskudd i utenlandske banker	23 905	23 279	16 599
Utlån knyttet til gjensalgsvtaler	669 607	810 193	418 811
Aksjer og andeler	945 113	799 176	1 018 657
Obligasjoner og andre rentebærende papirer	1 120 540	1 009 241	1 115 088
Finansielle derivater	2 094	6 222	0
Andre fordringer	5 229	25 341	15 077
<b>SUM FINANSIELLE EIENDELER</b>	<b>2 766 488</b>	<b>2 673 453</b>	<b>2 584 231</b>
<b>GJELD OG EIERS KAPITAL</b>			
<b>FINANSIELL GJELD</b>			
Kortsiktig innlån	187	11 080	220
Innlån knyttet til gjenkjøpsavtaler	710 898	667 247	538 855
Finansielle derivater	0	0	1 633
Uoppgjorte handler	33 480	55 599	42 921
Annen gjeld	3 185	0	9 043
Skyldig forvaltningsgodtgjøring	1 783	838	961
<b>SUM FINANSIELL GJELD</b>	<b>749 533</b>	<b>734 764</b>	<b>593 634</b>
Eiers kapital <span style="float: right;">Note 1</span>	2 016 955	1 938 688	1 990 598
<b>SUM GJELD OG EIERS KAPITAL</b>	<b>2 766 488</b>	<b>2 673 453</b>	<b>2 584 231</b>

## Note 1. Eiers kapital

(tall i millioner kroner)	31.12.2007	30.6.2007	30.6.2008
Innskudd kronekonto per 1.1	1 782 139	1 782 139	2 016 956
Tilførsel i løpet av året	315 180	162 491	180 498
Resultat tilført kronekonto	-78 581	-5 103	-205 894
<b>Eiers kapital før fratrukk av forvaltningsgodtgjøring</b>	<b>2 018 738</b>	<b>1 939 527</b>	<b>1 991 560</b>
Forvaltningsgodtgjøring til Norges Bank	-1 783	-838	-961
<b>Eiers kapital – Innskudd kronekonto</b>	<b>2 016 955</b>	<b>1 938 689</b>	<b>1 990 598</b>

## Note 2. Utlån av verdipapirer

Sum utlån av verdipapirer gjennom eksterne utlånsprogrammer utgjorde 515,3 milliarder kroner per 30. juni 2008. For dette er det stilt sikkerhet for 540 milliarder kroner. Av sikkerhetsstillelsen er 249 milliarder kroner reinvestert i gjensalgsvtaler og obligasjoner. Sikkerhetsstillelser og reinvesteringer er ikke inkludert i balansen.

Total avsetning for urealisert verditap på reinvesterte kontantsikkerhetsstillelser var 3,5 milliarder kroner per 30. juni 2008. Av dette er 0,4 milliarder kroner i første halvår 2008 bokført som urealisert tap på resultatlinjen netto inntekt/kostnad og gevinst/tap fra obligasjoner og andre rentebærende verdipapirer.

## Note 3. 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 verdipapiriserte obligasjoner og relaterte strukturerte produkter. Det som startet som bekymringer rundt såkalte subprime lån i USA, utviklet seg gjennom 2007 og første halvår 2008 til en mer generell og dypere kreditt- og likviditetskrise.

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)

Nettoeksponeringen mot verdipapiriserte obligasjoner som omfattes av prisusikkerhetsmetoden var 76,3 milliarder kroner per 30. juni 2008. Et samlet urealisert tap på 4,0 milliarder kroner var bokført på resultatlinjen netto inntekt/kostnad og gevinst/tap fra obligasjoner og andre rentebærende verdipapir per 30. juni 2008. Dette var en nedgang på 1,1 milliarder fra første kvartal 2008.

### Structured Investment Vehicles (SIV)

Gjennom verdipapirutlånsprogrammene og herunder reinvestering av kontantsikkerhet er fondet eksponert mot seniorpapirene i 11 ulike SIV-er med en samlet verdi på 5,3 milliarder kroner etter justeringer. Ved utgangen av andre kvartal 2008 var to av SIV-ene som fondet har eksponering mot, gått i avvikling. Det er ikke avklart oppgjør i disse avviklingene.

Det er resultatført et samlet urealisert verditap for SIV-ene med 1,2 milliarder kroner, der 0,3 milliarder kroner relaterer seg til risikoklassifiseringsmetoden og 0,9 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 første kvartal 2008 var tilsvarende nedskrivning 1,6 milliarder kroner. Det er i andre kvartal 2008 inntektsført 0,3 milliarder kroner på tidligere nedskrevet beløp.