

Forvaltningsrapport

Statens pensjonsfond – Utland 1. kvartal 2009



Norges Bank er landets sentralbank. Hovedoppgavene er å fremme prisstabilitet gjennom pengepolitikken, sikre finansiell stabilitet og å forestå kapitalforvaltning. Kapitalforvaltningen skjer i Norges Bank Investment Management (NBIM). NBIM forvalter Statens pensjonsfond – Utland på oppdrag fra Finansdepartementet.

Innhold

Hovedpunkter	2
Nøkkeltall	3
Markedene	4
Porteføljen	8
Markedsverdi, avkastning og risiko	10
Eierskapsutøvelse	14
Regnskapsrapportering	16

- Avkastningen for Statens Pensjonsfond – Utland var -4,81 prosent i første kvartal, målt i internasjonal valuta.
- Det relative resultatet for NBIMs forvaltning, målt mot referanseporteføljen, ble -0,35 prosentpoeng og skyldtes videre fall i lite likvide renteposisjoner.
- Aksjeforvaltningen hadde en meravkastning på 0,30 prosentpoeng, mens renteforvaltningen hadde en mindreavkastning på 0,92 prosentpoeng.
- Tilførslene til fondet utgjorde 44 milliarder kroner for kvartalet, de laveste siden 2004.
- Svingningene i markedene var fortsatt store, med en foreløpig bunn i aksjemarkedet 9. mars.
- Eierandelen i de europeiske aksjemarkedene har økt til 1,58 prosent fra 1,33 prosent ved årsskiftet.
- Aksjeandelen var 52,6 prosent ved utgangen av kvartalet, opp fra 49,6 prosent ved årsskiftet.

Nøkkeltall

Markedsverdien for Statens pensjonsfond – Utland var 2 076 milliarder kroner ved utgangen av første kvartal. Det er en reduksjon på 199 milliarder kroner fra utgangen av 2008, hvorav det meste skyldes en sterkere kronekurs.

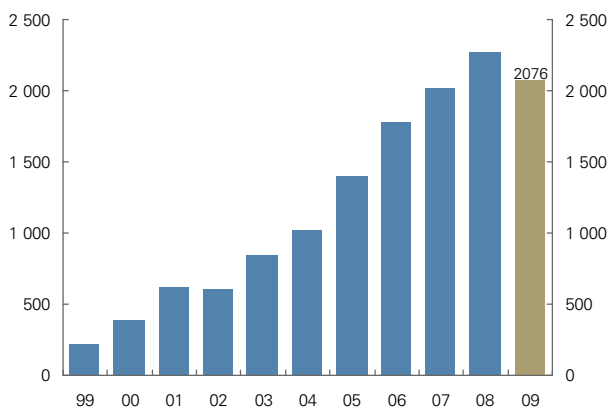
Avkastningen målt i en internasjonal valutakurv ble -4,81 prosent, primært som følge av en kursnedgang i aksjemarkedene. I første kvartal 2009 oppnådde NBIM en avkastning som var 0,35 prosentpoeng lavere enn avkastningen på referanseporteføljen. De siste tre årene har den annualiserte mindreavkastningen vært på 1,55 prosentpoeng.

Det ble tilført 44 milliarder kroner til fondet i første kvartal. Dette var den laveste kvartalsvise tilførselen siden fjerde

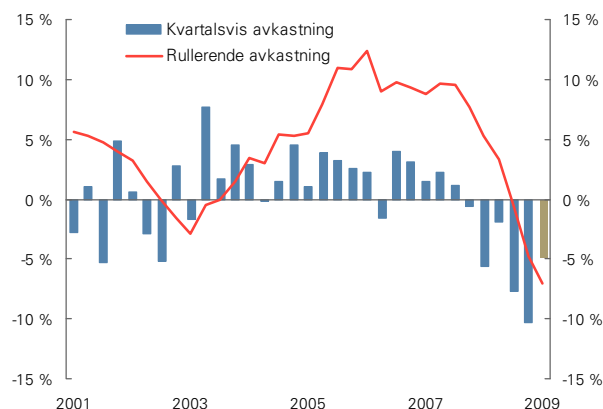
kvartal 2004, og betraktelig under nivået for fjerde kvartal i fjor, da tilførselene var 77 milliarder kroner.

Avkastningen i første kvartal 2009 var minus 66 milliarder kroner, mens sterkere kronekurs reduserte verdien på fondet med 177 milliarder kroner. Med tilførsler på 44 milliarder, falt dermed markedsverdien av fondet med 199 milliarder til 2 076 milliarder kroner.

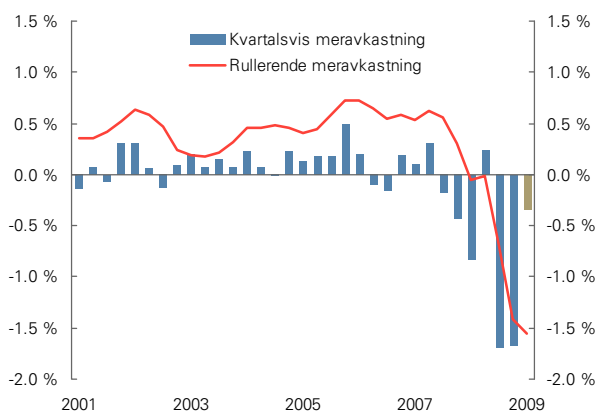
Figur 2-1 Markedsverdi 1999 – 2009. Milliarder kroner



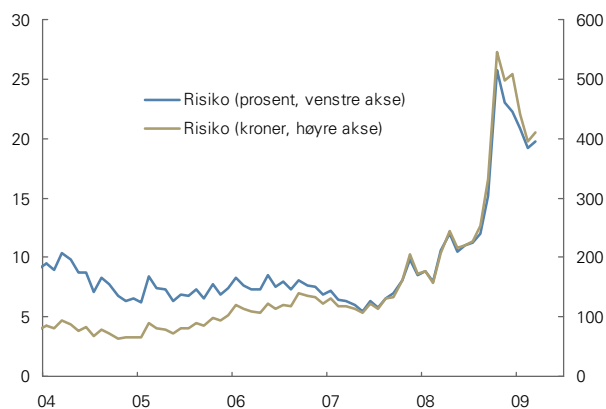
Figur 2-2 Kvartalsvis og rullerende annualisert avkastning siste tre år 2001 – 2009. Prosent



Figur 2-3 Kvartalsvis og rullerende annualisert meravkastning siste tre år 2001 – 2009. Prosentpoeng



Figur 2-4 Absolutt volatilitet 2004 – 2009. Prosent og milliarder kroner



Markedene

Finanskrisens virkninger ble stadig sterkere i alle deler av verden gjennom første kvartal. Det økonomiske tilbakeslaget har ført til økt usikkerhet om bedriftenes fremtidige inntjening. Innenfor finanssektoren tiltok krisen, med fallende aksjekurser og økte kredittpåslag. Nasjonale myndigheter iverksatte utradisjonelle tiltak for å stabilisere situasjonen.

Finanskrisen beveget seg i første kvartal inn i en fase der virkningene på den økonomiske aktiviteten ble stadig sterkere. I USA og en rekke andre land førte verdifallet i eienoms- og aksjemarkedet samt sviktende tilgang på kreditt, til en sterk svekket tillit til den økonomiske utviklingen. Dette ga en reduksjon i etterspørselen etter varer og tjenester, som igjen forsterket et kraftig fall i sysselsettingen. I USA falt samlet sysselsetting raskere enn i noe annet kvartal de seneste 60 år.

Fallende etterspørsel etter varer og tjenester har ført til reduserte investeringer og lavere produksjon. I de industrialiserte landene falt industriproduksjonen kraftig i første kvartal. En eksportorientert økonomi som den japanske registrerte et dramatisk tilbakeslag, slik det fremgår av figur 3–2.

Den fallende økonomiske aktiviteten førte til økt frykt for ytterligere store tap for bankene, og ny usikkerhet knyttet til stabiliteten i finanssektoren. I aksjemarkedet hadde denne sektoren markert lavere avkastning enn for eksempel teknologisektoren, som gjennomgående har en lav gjeldsgrad. Mer problematisk for finanssektoren var det at rentedifferansene mot statspapirer økte kraftig, mens den avtok for andre typer låntagere. Både i Storbritannia og USA gjennomførte myndighetene en ny runde med kapitaltilførsler til bankene.

Rentemarkedene

Sentralbankene i flere land har satt i verk en utradisjonell pengepolitikk, såkalt kvantitativ lettelse, etter hvert som muligheten for ytterligere reduksjoner i styringsrentene har blitt uttømt. I sin mest aktive form betyr en slik politikk at sentralbankene øker pengemengden ved å kjøpe verdipapirer i markedet. En direkte effekt av politikken er en kraftig økning i sentralbankenes balanse, slik figur 3–5 illustrerer. Denne politikken vurderes av markedsaktører å gi større usikkerhet om inflasjonsutviklingen fremover.

Renten på tyske, britiske og japanske statsobligasjoner med ti års løpetid var 0,1 – 0,2 prosentpoeng høyere ved utgangen av mars enn ved årsskiftet. Rentene på amerikanske statsobligasjoner steg med over 0,5 prosentpoeng i kvartalet, på tross av et nesten tilsvarende stort fall den 18. mars. Da

overrasket den amerikanske sentralbanken markedet ved å introdusere en ramme for kjøp av statsobligasjoner, som kom i tillegg til ordningen med kjøp av boliglånobligasjoner.

Finanskrisen og myndighetenes tiltak for å stabilisere økonomien vil fremover legge et sterkt press på statsfinansene i mange land. Rentepåslaget som markedet krever for å investere i statspapirer utstedt i de mest utsatte landene har økt kraftig det siste kvartalet. Renten på irske statspapirer med ti års løpetid var 0,4 prosentpoeng høyere enn tilsvarende tyske renter ved utgangen av første kvartal 2008. Tolv måneder senere hadde differansen steget til 2,4 prosentpoeng.

I Barclays Global Aggregate, som er utgangspunktet for fondets referanseindeks for obligasjoner, var avkastningen på statsobligasjoner lavere enn på selskapsobligasjoner og pantsikrede obligasjoner i første kvartal.

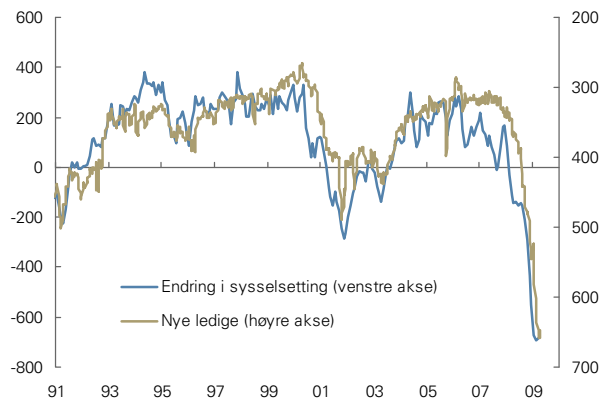
Aksjer

Det økonomiske tilbakeslaget gir etter hvert en reduksjon i inntjeningen for bedriftene. Et bilde på dette er endringen gjennom de siste tolv månedene i analytikernes estimater for fremtidig inntjening, vist i figur 3–9. Forventningene til bedriftenes fremtidige inntjening faller kraftig og usikkerheten rundt anslagene er økende, med en betraktelig større spredning enn det som tidligere er observert.

Den brede FTSE All-World indeksen falt i første kvartal med 8,2 prosent, målt i amerikanske dollar. Fra midten av mars har imidlertid aksjemarkedet steget markert. Grunnlaget for dette kan være at forventningene til bedriftenes fremtidige inntjening allerede har falt mye, samtidig som det er tegn til stabilisering i en rekke indikatorer som markedsaktørene følger, slik som nye ordrer til bedriftene, konsumentenes forventninger, utvikling i boligbygging og boligpriser, og priser på råvarer som olje eller kobber.

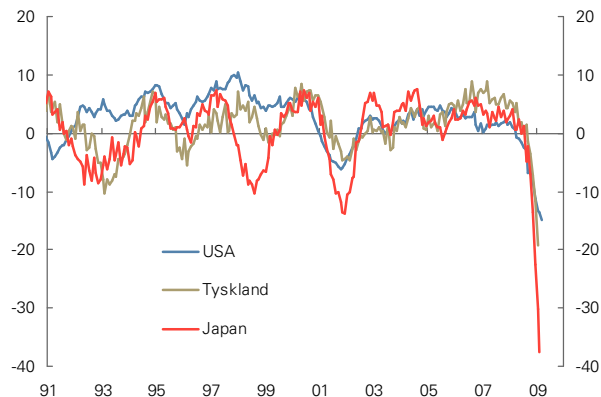
De fremvoksende markedene hadde svakt positiv avkastning i første kvartal, og har ledet oppgangen i aksjemarkedet i andre halvdel av mars. Europa har hatt den svakeste regionale avkastningen blant verdens aksjemarkeder, både i første kvartal og over de siste tolv månedene.

Figur 3-1 Nye ledige og endring i samlet sysselsetting i USA, tusen



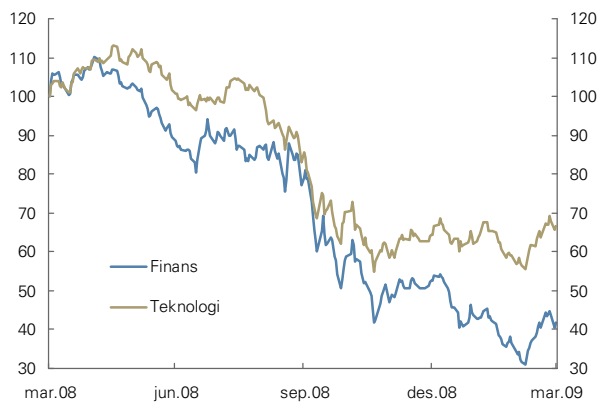
Kilde: U.S. Department of Labor

Figur 3-2 Vekst i industriproduksjonen, årlig rate



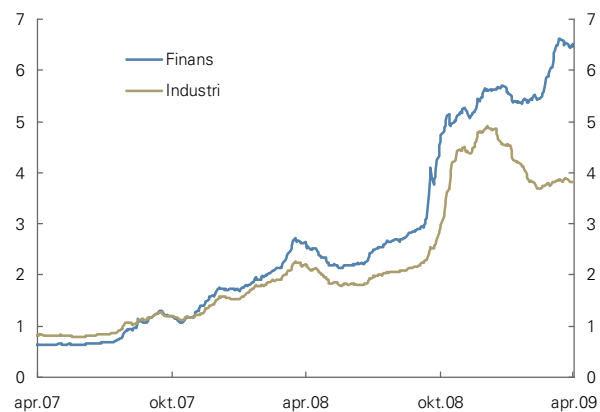
Kilde: Federal Reserve, Conference Board

Figur 3-3 Indeksert avkastning ved investeringer i teknologisektoren og finanssektoren (finansielle tjenester)



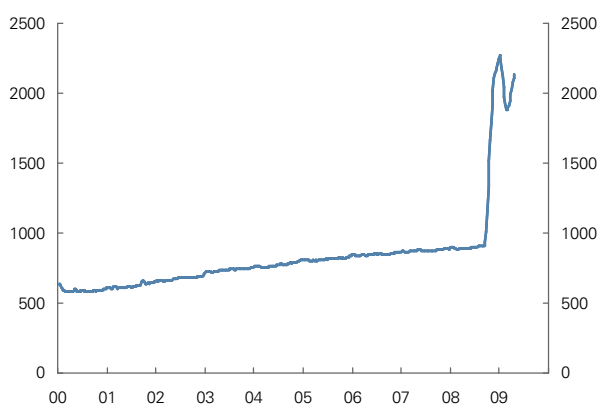
Kilde: FTSE World Index

Figur 3-4 Rentedifferanse mot statsobligasjoner for ulike selskapsobligasjoner. Prosentpoeng



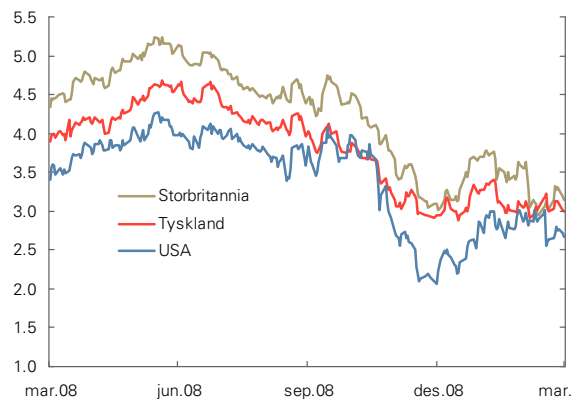
Kilde: Barclays Global Aggregate

Figur 3-5 Den amerikanske sentralbankens balanse. Milliarder dollar



Kilde: Federal Reserve

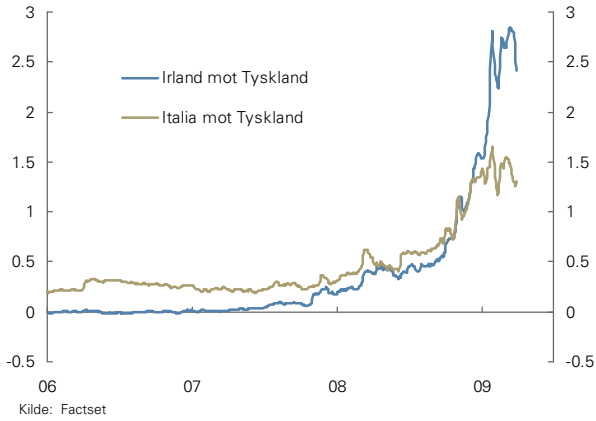
Figur 3-6 Renter på statsobligasjoner med 10 års løpetid. Prosent



Kilde: Ecowin



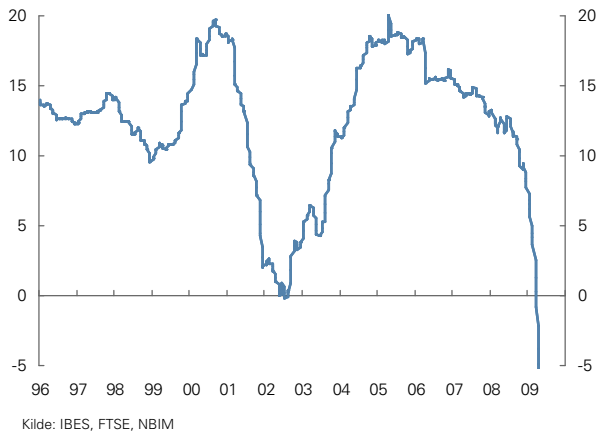
Figur 3-7 Rentedifferansen mot tyske statspapirer. Prosentpoeng



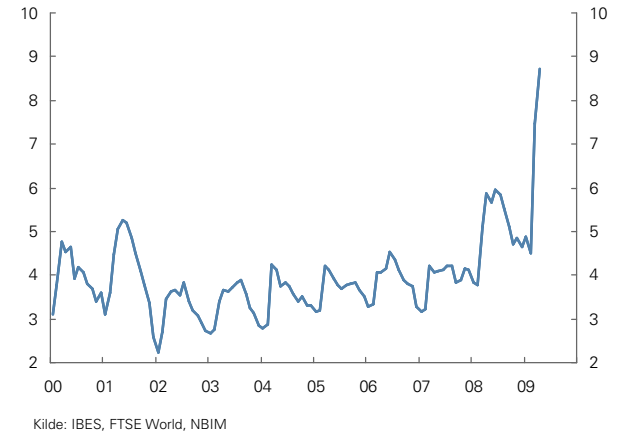
Figur 3-8 Avkastning på brede grupper obligasjoner. Indeksert



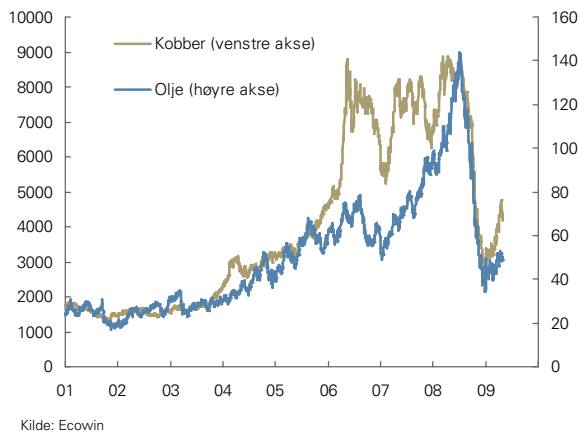
Figur 3-9 Estimert inntjeningsvekst for FTSE Wold siste tolv måneder. Vektet median, prosent



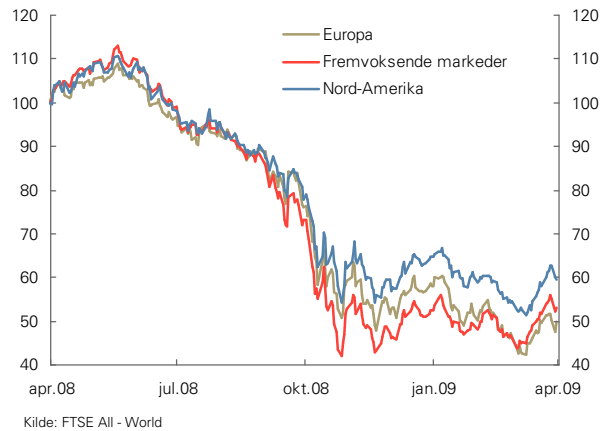
Figur 3-10 Spredningen i analytikernes anslag for selskapenes inntjening, som andel av anslaget. Prosent



Figur 3-11 Spotpris på råolje og kobber. Dollar



Figur 3-12 Regional aksjemarkedsavkastning. Dollar, indeksert



Porteføljen

Fondets aksjeandel var 52,6 prosent ved utgangen av første kvartal, opp fra 49,6 prosent ved årsskiftet. Den strategiske allokeringen av aksjer ble vedtatt økt til 60 fra 40 prosent sommeren 2007, og vi er fortsatt i ferd med å gjennomføre denne opptrappingen.

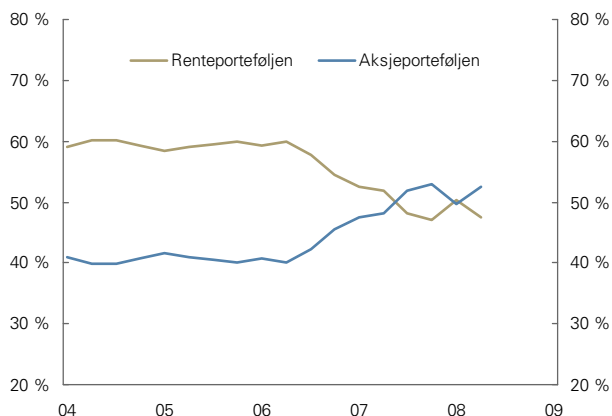
Økningen av aksjeandelen og tilflyten av midler til fondet innebærer at fondets eierandel i aksjemarkedene fortsetter å stige. Ved utgangen av første kvartal 2009 var gjennomsnittlig eierandel 0,86 prosent totalt og 1,58 prosent i europeiske selskaper, opp fra henholdsvis 0,77 prosent og 1,33 prosent ved årsskiftet.

NBIM benytter eksterne forvaltningsorganisasjoner til å forvalte deler av aksje- og renteporteføljen. Vi gir oppdrag til forvaltere med spesialkompetanse innenfor klart definerte investeringsstrategier. Den samlede verdien av eksternt forvaltede porteføljer var i underkant av 350 milliarder kroner. Dette var en netto økning på 43 milliarder kroner i løpet av kvartalet. Ekstern aksjeforvaltning økte med 50 milliarder kroner, mens ekstern renteforvaltning ble redusert med syv milliarder kroner. Samlet utgjorde den eksterne forvaltningen omlag 17 prosent av fondets midler ved utgangen av første kvartal 2009, opp fra 13 prosent ved årsskiftet.

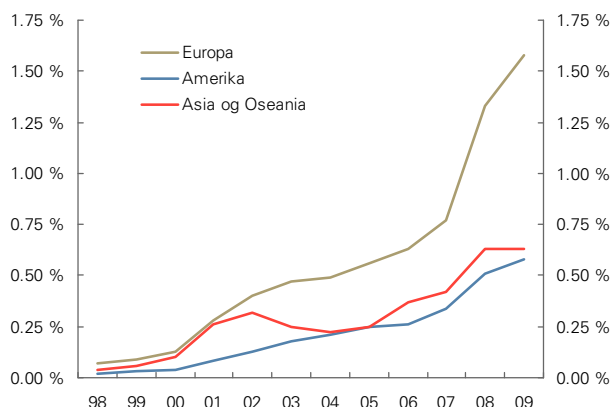
De avkastningsavhengige honorarene til eksterne forvaltere økte markert i første kvartal til 414,5 millioner kroner fra 74,9 millioner samme kvartal i fjor. Dette skyldes primært en endring i metoden for å beregne avsetning for påløpte avkastningsavhengige honorarer i regnskapet. Effekten av denne endringen er en økning på 275 millioner kroner. Endringen har kun betydning for periodiseringen, ikke for størrelsen på honorarutbetalingene. Det kom til mange nye mandater i løpet av 2008 og en stor andel av de eksterne aksjeforvalterne hadde gode resultater i første kvartal i år, noe som også bidro til økningen i honorarene.

Både i aksje- og renteporteføljen har fondet en strategisk overvektning av europeiske investeringer sett i forhold til markedenes størrelse. Dette betyr at det vil være en tendens til at store europeiske selskaper og europeiske utstedere av obligasjoner dominerer listen over fondets største investeringer.

Figur 4-1 Fordeling på aktivaklasser 2005 – 2009. Prosent

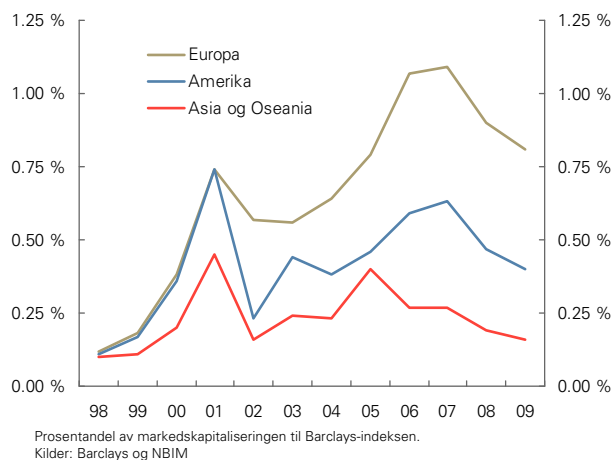


Figur 4-2 Eierandeler i aksjemarkedene 1998 – 2009. Prosent

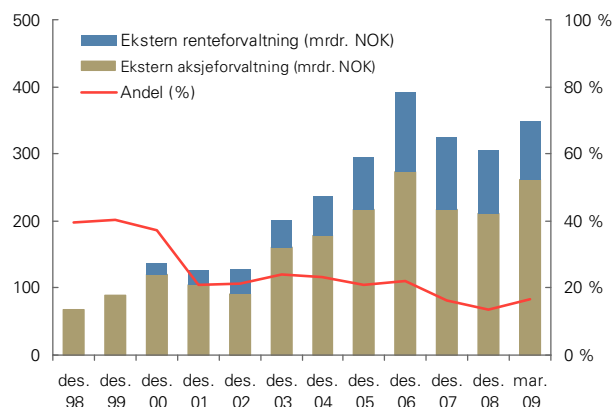


Prosentandel av markedskapitaliseringen til FTSE-indeksen.
Kilder: FTSE og NBIM

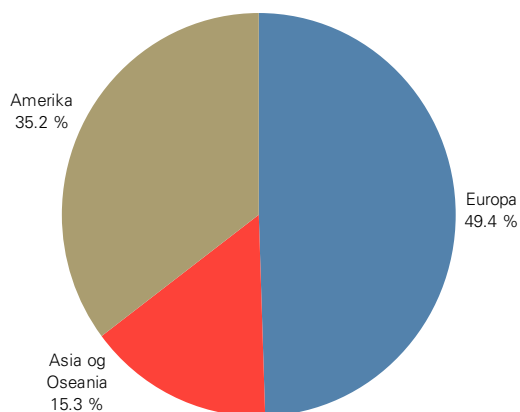
Figur 4-3 Eierandeler i rentemarkedene 1998 – 2009. Prosent



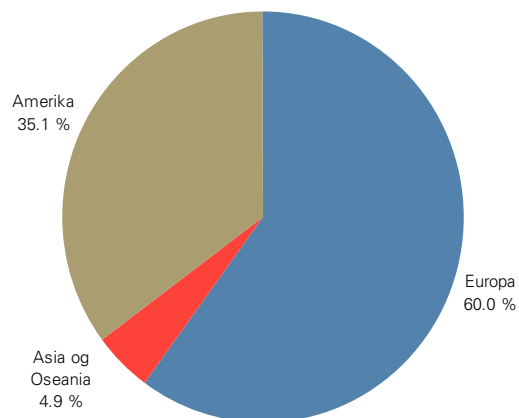
Figur 4-4 Ekstern forvaltning 1998 – 2008. Milliarder kroner og prosentdel



Figur 4-5 Regionfordeling av aksjeporteføljen. 31. mars 2009. Prosent



Figur 4-6 Regionfordeling av renteporteføljen. 31. mars 2009. Prosent



Tabell 4-1 Største aksjebeholdninger per 31. mars 2009

Selskap	Land	Beholdning i millioner kroner
Royal Dutch Shell plc	Storbritannia	14 550
Nestle SA	Sveits	14 043
BP plc	Storbritannia	13 221
Total SA	Frankrike	11 874
Exxon Mobil Corporation	USA	11 057
Roche Holding AG	Sveits	10 470
Vodafone Group plc	Storbritannia	10 375
Telefonica SA	Spania	9 550
Novartis AG	Sveits	8 961
GlaxoSmithKline plc	Storbritannia	8 265

Tabell 4-2 Største obligasjonsbeholdninger per 31. mars 2009

Utsteder	Land	Beholdning i millioner kroner
Amerikanske stat	USA	85 083
Tyske stat	Tyskland	81 251
Britiske stat	Storbritannia	78 770
Fannie Mae	USA	75 961
Italienske stat	Italia	72 046
Franske stat	Frankrike	48 161
Japanske stat	Japan	45 723
European Investment Bank	Int. organisasjon	43 417
Kreditanstalt fur Wiederaufbau	Tyskland	31 279
Bank of Scotland plc	Storbritannia	23 505

Markedsverdi, avkastning og risiko

Markedsverdien var 2 076 milliarder kroner ved utgangen av første kvartal. Fondets samlede avkastning var på -4,81 prosent, mens avkastningen sett i forhold til referanseporteføljen var på -0,35 prosentpoeng. Mindreavkastningen skyldtes videre verdifall på tidligere inngåtte posisjoner i renteporteføljen.

Fondet fikk tilført nye midler på 44 milliarder kroner i første kvartal 2009. Dette var betydelig mindre enn de foregående kvartalene og det laveste siden fjerde kvartal 2004. Negativ avkastning reduserte isolert sett verdien på fondet med 66 milliarder kroner. En styrking av kronen mot de valutaene som fondet er investert i, gjorde at fondets kroneverdi ble redusert med 177 milliarder kroner gjennom kvartalet. Endringer i kronkursen har ikke noe å si for fondets internasjonale kjøpekraft.

Fondet hadde i første kvartal 2009 en avkastning på -4,81 i prosent målt i internasjonal valuta. Aksjeporteføljen hadde en avkastning på -8,84 prosent og renteporteføljen en avkastning på -0,88 prosent.

Avkastningen på fondets porteføljer blir målt i forhold til avkastningen på referanseporteføljen som Finansdepartementet har fastsatt. Forskjellen mellom avkastningstallene viser NBIMs bidrag til forvaltningsresultatet. Avkastningen til fondet var i første kvartal 0,35 prosentpoeng lavere enn avkastningen på referanseporteføljen. Renteforvaltningen, med en relativ avkastning på -0,92 prosentpoeng, bidro til det svake resultatet. Aksjeforvaltningen hadde derimot et positivt bidrag på 0,30 prosentpoeng.

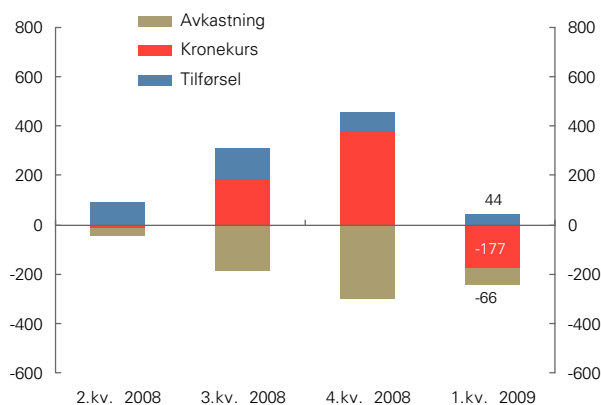
Innen renteforvaltningen var det spesielt obligasjoner utstedt av banker og finansinstitusjoner som bidro til det negative resultatet. Obligasjoner med status som kjerne- og tilleggskapital falt betydelig i verdi gjennom kvartalet, i lys av at markedet stilte spørsmål ved kapital situasjonen til de fleste bankene. Dette er posisjoner som ble etablert før finanskrisen satte inn i 2007 og som i dag er lite likvide.

Resultatet fra aksjeforvaltningen var klart positivt i første kvartal. Bidraget var størst fra de eksternt forvaltede aksjeporteføljene, der både sektor- og regionale mandater viste oppgang. Også våre interne aksjeforvaltere leverte positive resultater.

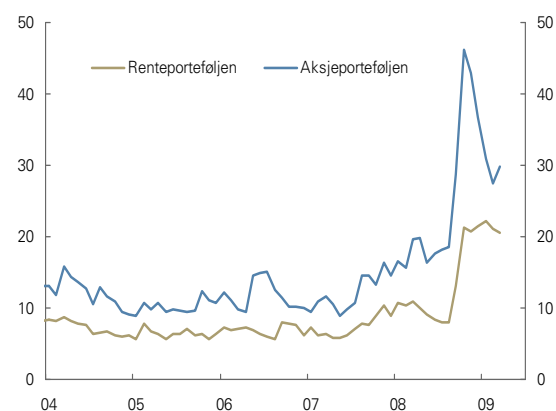
NBIM har estimert de direkte og indirekte transaksjonskostnadene knyttet til innfasing av nye midler og til omveking av referanseporteføljen til 1,4 milliarder kroner i første kvartal 2009. Dette utgjorde 0,06 prosent av markedsverdien til fondet ved inngangen til kvartalet. Referanseporteføljen er ikke justert for disse transaksjonskostnadene.

Fondets verdi svinger fortsatt mye. Figur 5-2 viser utvikling i markedssvingninger målt ved forventet absolutt volatilitet for aksjeporteføljen og renteporteføljen.

Figur 5-1 Endring i markedsverdi andre kvartal 2008 – første kvartal 2009. Milliarder kroner



Figur 5-2 Absolutt volatilitet 2004 – 2009. Prosent. Norske kroner



Tabell 5-1 Nøkkeltall per 31. mars 2009. Kvartalstall

	4.kv. 2007	1.kv. 2008	2.kv. 2008	3.kv. 2008	4.kv. 2008	1.kv. 2009
Markedsverdi (mrd. kroner)						
Markedsverdien av renteinvesteringene	1 061	1 011	961	997	1 146	985
Markedsverdien av aksjeinvesteringene	958	935	1 031	1 123	1 129	1 091
Markedsverdien av fondet	2 019	1 946	1 991	2 120	2 275	2 076
Tilførsel i kvartalet *)						
Tilførsel i kvartalet *)	77	88	91	128	77	44
Avkastning i kvartalet	-14	-116	-32	-186	-300	-66
Endring som følge av svinginger i NOK-kursen	24	-45	-13	186	379	-177
*) Tilførslene i denne tabellen avviker noe fra regnskapet (jf note 3) på grunn av ulik behandling av forvaltningsgodtgjøring.						
Avkastningen av fondet målt i internasjonal valuta (prosent)						
Avkastning av aksjeporteføljen	-2,77	-12,67	-1,60	-13,12	-20,58	-8,84
Avkastning av renteporteføljen	1,30	0,87	-1,72	-1,19	1,55	-0,88
Avkastning av fondet	-0,64	-5,62	-1,87	-7,68	-10,30	-4,81
Avkastning av referanseporteføljen	-0,20	-4,79	-2,10	-5,98	-8,62	-4,46
Meravkastning	-0,44	-0,83	0,24	-1,69	-1,67	-0,35
Avkastning av fondet målt i norske kroner (prosent)						
Avkastning av aksjeporteføljen	-1,59	-14,71	-1,90	-5,84	-8,41	-14,46
Avkastning av renteporteføljen	2,53	-1,49	-2,02	7,08	17,12	-6,99
Avkastning av fondet	0,56	-7,83	-2,17	0,06	3,45	-10,67
Avkastning av referanseporteføljen	1,01	-7,02	-2,41	1,89	5,38	-10,35
Kostnader i forvaltningen (prosent)						
Beregnete innfasingskostnader	0,04	0,05	0,03	0,08	0,10	0,06
Annualiserte forvaltningskostnader	0,09	0,10	0,10	0,09	0,11	0,16
Verdiutvikling siden oppstart (mrd. kroner)						
Samlet tilførsel	1 756	1 844	1 935	2 063	2 140	2 184
Samlet avkastning	503	387	355	169	-131	-197
Kronekursjustering	-240	-285	-298	-112	266	89
Markedsverdien av fondet	2 019	1 946	1 991	2 120	2 275	2 076

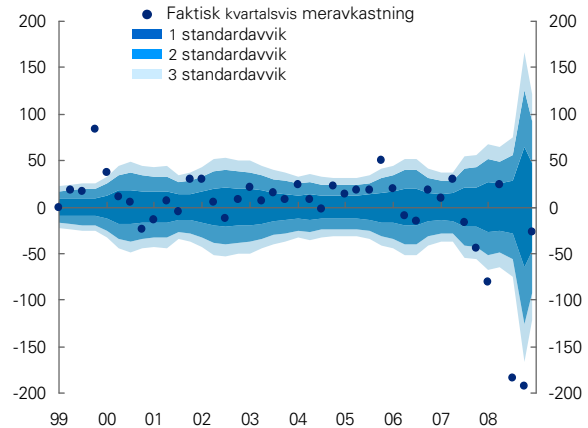
Uroen i de internasjonale finansmarkedene fortsatte i første kvartal. Selv om aksjemarkedet i perioden falt kraftig, var det lavere gjennomsnittlige daglige svingninger sammenlignet med fjerde kvartal 2008. Rentemarkedet var fortsatt urolig, og det høye volatilitetsnivået fra fjerde kvartal ble opprettholdt gjennom første kvartal. Ved utgangen av første kvartal var den forventede absolutte volatiliteten for fondet målt i norske kroner om lag 410 milliarder, tilsvarende 20 prosentpoeng (se figur 2–4).

Figur 5–3 viser sammenhengen mellom modellberegnete og senere observerte svingninger, med tilhørende konfidensintervall. I perioder med unormalt store markeds-svingninger vil forutsetningene for modellen svekkes, og treffsikkerheten reduseres. Dette ble særlig understreket i de urolige markedene i siste halvår av 2008.

I 2009 er forventet relativ volatilitet gått betydelig ned fra 1,27 prosentpoeng ved årsslutt til 0,78 prosentpoeng ved utgangen av første kvartal. I 2008 økte forventet relativ volatilitet, på tross av at omfanget av den aktive forvaltningen ble redusert på rentesiden. I første kvartal 2009 er størrelsen på de aktive posisjonene i renteforvaltningen ytterligere redusert. Dette, sammen med mindre svingninger i aksjemarkedet og mindre samvariasjon mellom de ulike investeringsstrategiene, forklarer nedgangen i forventet relativ volatilitet.

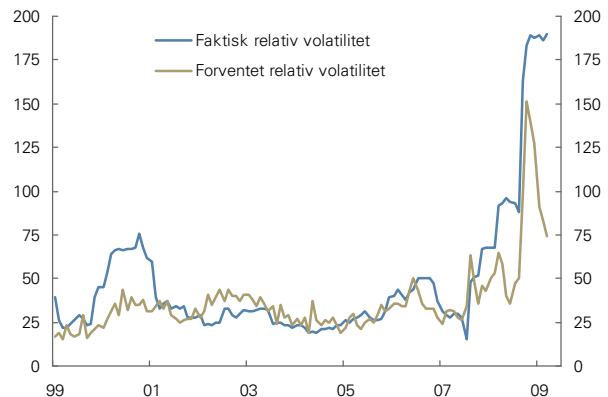
Finansdepartementet har gjennom forskrift og utfyllende retningslinjer for fondet fastsatt ytterligere begrensninger for eksponering. Disse begrensningene og den faktiske tilpasningen i porteføljen ved utgangen av kvartalet fremgår av tabell 5–4. Det var i kvartalet ingen brudd på retningslinjene.

Figur 5-3 Standardavvik for risiko og realisert meravkastning 1999 – 2009. Basispunkter

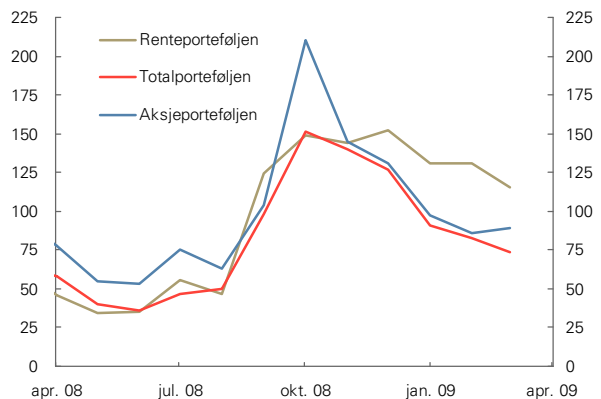


Kilde: NBIM, RiskMetrics

Figur 5-4 Forventet og faktisk relativ volatilitet 1999 – 2009. Basispunkter



Figur 5-5 Forventet relativ volatilitet 2008 - 2009. Basispunkter



Tabell 5-2 Nøkkeltall per 31. mars 2009. Annualiserte tall

(Målt i internasjonal valutakurv)	Siste år	Siste 3 år	Siste 5 år	Siste 10 år	Siden 1.1.1998
Porteføljekavkastning (prosent)	-22,64	-7,03	-0,69	1,53	2,43
Referanseavkastning (prosent)	-19,65	-5,48	0,01	1,63	2,50
Meravkastning (prosentpoeng)	-2,99	-1,55	-0,70	-0,10	-0,07
Standardavvik (prosent)	15,34	10,08	8,37	7,21	7,12
Faktisk relativ volatilitet (prosentpoeng)	1,84	1,24	1,03	0,80	0,76
Informasjonsrate	-1,63	-1,25	-0,68	-0,12	-0,10
Brutto årlig avkastning (prosent)	-22,64	-7,03	-0,69	1,53	2,43
Årlig prisvekst (prosent)	0,61	2,04	2,13	1,93	1,80
Årlige forvaltningskostnader (prosent)	0,13	0,11	0,11	0,10	0,10
Årlig netto realavkastning (prosent)	-23,24	-9,01	-2,88	-0,49	0,52

Tabell 5-3 Renteporteføljen per 31. mars 2009 fordelt etter kredittvurdering

Prosent av renteporteføljen	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	Lavere	Ingen vurdering
Stats- og statsrelaterte obligasjoner	32,7	9,3	2,1	0,6	0,1	0,0	0,2
Realrenteobligasjoner	4,2	2,4	0,6	-	-	-	-
Selskapsobligasjoner	0,5	3,5	7,5	5,4	0,4	0,2	0,1
Pantesikrede obligasjoner	27,5	0,9	0,6	0,2	0,2	0,6	0,2
Sum obligasjoner og andre rentebærende verdipapirer	64,9	16,1	10,9	6,1	0,7	0,8	0,5

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		
		30.9.2008	31.12.2008	31.3.2009
Markedsrisiko	Maksimalt 1,5 prosentpoeng relativ volatilitet	0,98	1,27	0,74
Aktivafordeling	Renteporføljen 30-70%	47,0	50,4	47,4
	Aksjeporføljen 30-70%	53,0	49,6	52,6
Valutafordeling renter	Europa 50-70%	59,4	59,9	60,0
	Amerika 25-45%	35,3	34,3	35,1
	Asia / Oseania 0-15%	5,3	5,8	4,9
Markedsfordeling aksjer	Europa 40-60%	48,8	48,6	49,4
	Amerika / Afrika 25-45%	36,3	35,2	35,2
	Asia / Oseania 5-25%	14,9	16,2	15,3
Eierandel	Største eierandel maksimalt 10%	5,96	8,71	9,47

Eierskapsutøvelsen

Formålet med aktiv eierskapsutøvelse er å fremme langsiktig finansiell avkastning gjennom aksjonærvirkemidler som stemmegivning på generalforsamlinger, kontakt med selskaper og samarbeid med andre investorer.

Selskapsstyring

Årets generalforsamlingssesong vil bli preget av finanskrisen, med vurderinger av hvordan selskaper og styre klarte seg da strukturer og prosesser ble satt på prøve. Majoriteten av selskapene i porteføljen har store verdifall bak seg, og opplever store svingninger i aksjekursene som følge den generelle usikkerheten i markedene.

I finansinstitusjoner ser eierne på spørsmålet om styrene har hatt tilfredsstillende risikostyring og oppfølging av ledelsen. Styrets rolle da kreditt- og likviditetsproblemer utviklet seg blir nøye gjennomgått av aksjonærer. Et annet tema er om styrene har handlet til aksjonærenes beste i forbindelse med kapitalutvidelser og selskapstransaksjoner i pressede situasjoner.

Som en betydelig aksjonær vil også NBIM ta del i dialoger om styreutskiftninger, lederavlønning og styringsreformer. En tiltagende kjennskap i markedet til NBIMs eierskapsaktivitet, og et økende antall selskaper der NBIM er blant de største eiere, medfører at vi stadig oftere blir kontaktet av selskaper som ønsker å drøfte styringsproblemer.

En av de viktigste oppgavene et styre har er å velge og eventuelt avsette selskapets administrerende direktør. Styret skal også bidra til langsiktig strategi og verdiskaping og overvåke selskapets aktiviteter og risikotagning. NBIM mener et grunnleggende prinsipp for god selskapsstyring i aksjeselskaper er at styreleder er uavhengig fra selskapets ledelse. En og samme person kan derfor ikke være både administrerende direktør og styreleder.

NBIM setter gjennom sin eierskapsutøvelse i 2009 søkelys på spørsmålet om uavhengig styreleder, spesielt i de markedene der dette ikke er vanlig praksis. Det gjelder blant annet i USA, Japan og Frankrike. Vi vil i vår stemmegivning ikke støtte valg av styreleder som samtidig er administrerende direktør. Vi har nærmere 1 500 selskaper i fondet, de fleste amerikanske, der det kan bli aktuelt å bruke stemmeretten på denne måten. Vi vil også trappe opp vår dialog med

selskapene rundt dette temaet. I USA er det i første kvartal fremmet aksjonærforslag på generalforsamlingene i

35 selskaper om at administrerende direktør ikke kan være styreleder. Dette medførte blant annet at styrelederen i Bank of America trakk seg, etter å ha opplevd motstand på generalforsamlingen i slutten av april.

Vi har i mange år støttet slike forslag og vil nå vurdere å stille forslag selv. Vi vil også i vår kommunikasjon fremme dette viktige prinsippet, og sette i gang en rekke tiltak for å påvirke prosessen, blant annet gjennom kontakt med regulerende myndigheter og i samarbeid med andre investorer og akademiske miljøer. Nyere forskning i USA, blant annet fra Yale School of Management, belyser også denne problemstillingen. Her analyseres blant annet hvordan styreledelse og uavhengighet for styret har utviklet seg i Nord-Amerika de siste årene. Det fremheves at en uavhengig rolle for styreleder vil bidra til å hindre interessekonflikt, bedre risikooversikten, samt fremme kommunikasjon, både mellom styre og administrasjon og overfor aksjonærene.

Barns rettigheter

I 2008 utarbeidet NBIM dokumentet «The NBIM Investor Expectations on Children's Rights». Der gjør vi rede for de forventningene en langsiktig investor som NBIM har til selskaper når det gjelder barns rettigheter og innsats for å forhindre barnearbeid.

I mars 2009 offentliggjorde vi en første statusrapport som viser i hvilken grad selskapene i de mest utsatte sektorene innfrir våre forventninger, «Sector Compliance Report 2008». Rapporten er på sektornivå og er resultatet av en analyse av 430 selskaper, der vi er eiere, i sektorer og markeder med høy risiko for barnearbeid. Analysen er kun basert på offentlig tilgjengelig informasjon, og vil bli gjennomført på årlig basis. Formålet er å ha en oppdatert oversikt over hvordan risikoutsatte selskaper håndterer barns rettigheter og barnearbeid.



Foto: Steve Allan

De 430 selskapene som er analysert, ble identifisert på bakgrunn av sektor, markedsverdi og størrelsen på NBIM's eierandel:

- Kakao: 20 selskaper
- Gruvedrift: 84 selskaper
- Stålintustrien: 107 selskaper
- Tekstilindustrien: 208 selskaper

Selskapene analyseres ut fra ti kriterier som er sentrale i NBIMs forventningsdokument. Kriteriene omhandler de farligste formene for barnearbeid; overholdelse av standardkrav for arbeidernes minimumsalder, overvåkingssystemer, tiltak for å sikre barns helse og oppvekstvilkår, samt selskapets styringssystem og rapportering med hensyn til disse spørsmålene. Analysen og vurderingen blir først og fremst brukt til å identifisere selskaper som NBIM igangsetter dialog med, eller i oppfølging av engasjementer som allerede pågår. Det gir også en oversikt over utsatte sektorer og markeder. I tillegg til rapporten utarbeider vi individuelle oversikter over hvordan hvert enkelt selskap innfrir forventningene. Rapportene på selskapsnivå vil kun bli brukt i dialog direkte med det respektive selskapet. Den neste analysen av de ovennevnte sektorene i NBIMs portefølje vil bli utført høsten 2009.

Rapporten viser generelt dårlige resultater i alle sektorer. Knappt 30 prosent av selskapene har uttalte retningslinjer om barnearbeid. Nesten ingen selskaper rapporterer om systemer for å hindre brudd på barns rettigheter i selskapets virksomhet. I løpet av 2008 og 2009 har 156 selskaper blitt kontaktet på bakgrunn av analysene og rapporten, i de fleste tilfeller fordi de ikke har retningslinjer som omhandler barnearbeid. I 2009 håper vi å se forbedringer på alle nivåer, og at selskapene som et minimum har offentlig tilgjengelige retningslinjer for barnearbeid. NBIM vil følge opp arbeidet videre, både med analyser og i direkte dialog med selskapene.

Regnskapsrapportering

Nedenfor presenterer vi regnskapsinformasjon for Statens pensjonsfond – Utland. Fondsregnskapet er en del av, og er utdrag fra, Norges Banks balanse og regnskap.

Resultatregnskap og balanse

Resultatregnskap		Hittil i år				
		1. kv. 2009	1. kv. 2008	31.03.2009	31.03.2008	31.12.2008
(tall i millioner kroner)	Note					
<i>Resultat fra finansielle eiendeler ekskl. valutakursreguleringer</i>						
Renteinntekter innskudd i utenlandske banker		140	100	140	100	494
Renteinntekter utlån knyttet til gjensalgsvtaler		446	5 632	446	5 632	14 189
Netto inntekt/kostnad – gevinst/tap fra:						
- aksjer og andeler		-62 397	-121 829	-62 397	-121 829	-595 304
- obligasjoner og andre rentebærende verdipapirer		-7 047	7 725	-7 047	7 725	-686
- finansielle derivater		4 086	-961	4 086	-961	-31 210
Rentekostnad innlån knyttet til gjenkjøpsavtaler		-1 208	-6 412	-1 208	-6 412	-20 124
Andre rentekostnader		3	-16	3	-16	-613
Andre kostnader		-48	-14	-48	-14	44
Sum resultat fra forvaltning før valutakursreguleringer		-66 025	-115 776	-66 025	-115 776	-633 209
Valutakursreguleringer		-177 128	-45 159	-177 128	-45 159	506 163
Sum resultat		-243 153	-160 935	-243 153	-160 935	-127 046
Påløpt forvaltningsgodtgjøring	2	-858	-479	-858	-479	-2 165
Resultat etter forvaltningsgodtgjøring tilført kronekonto		-244 011	-161 414	-244 011	-161 414	-129 211

Balanse				
(tall i millioner kroner)	Note	31.03.2009	31.03.2008	31.12.2008
EIENDELER				
FINANSIELLE EIENDELER				
Innskudd i banker		28 209	21 402	18 111
Utlån knyttet til gjensalgsvtaler		158 662	720 983	274 132
Avgitt kontantsikkerhet		8	0	114
Aksjer og andeler	5,6	1 074 884	920 298	1 126 760
Obligasjoner og andre rentebærende papirer	5,6	1 438 832	1 234 750	1 612 236
Uoppgjorte handler		0	0	0
Andre fordringer		3 564	16 004	17 164
SUM FINANSIELLE EIENDELER		2 704 159	2 913 436	3 048 517
GJELD OG EIERS KAPITAL				
FINANSIELL GJELD				
Kortsiktig innlån		2 660	255	133
Innlån knyttet til gjenkjøpsavtaler		372 199	558 914	514 395
Mottatt kontantsikkerhet	4	158 991	334 114	188 608
Finansielle derivater		27 892	4 375	36 320
Uoppgjorte handler		55 811	57 022	30 144
Annen gjeld		10 126	12 887	3 463
Skyldig forvaltningsgodtgjøring		858	479	2 165
SUM FINANSIELL GJELD		628 537	968 046	775 228
Eiers kapital	3	2 075 622	1 945 389	2 273 289
SUM GJELD OG EIERS KAPITAL		2 704 159	2 913 436	3 048 517

Mottatte sikkerheter i form av kontanter og reinvesteringer av disse er innregnet i balansen fra og med 31.12.08. Sammenligningstall pr 31.03.08 er omarbeidet tilsvarende.

Note 1. Regnskapsprinsipper

Delårsregnskapet for første kvartal er utført i samsvar med regnskapsprinsippene for Norges Bank som ble vedtatt av Representantskapet 13. desember 2007. En omtale av regnskapsprinsippene som er lagt til grunn ved avleggelse av regnskap fremkommer i årsregnskapet for 2008.

Delårsregnskapet inneholder ikke all informasjon som kreves i et fullstendig årsregnskap, og bør leses i sammenheng med årsregnskapet for 2008.

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 2008 er det gjort nærmere greie for vesentlige estimater og forutsetninger.

Note 2. Forvaltningskostnader

	1. kv. 2009		1. kv. 2008	
	1 000 kroner	Prosent	1 000 kroner	Prosent
Interne kostnader	168 404		152 077	
Kostnader til depot og oppgjør	82 409		70 292	
Minimumshonorarer til eksterne forvaltere	121 941		121 396	
Avkastningsavhengige honorarer til eksterne forvaltere	414 501		74 909	
Øvrige kostnader	71 143		59 962	
Sum alle forvaltningskostnader	858 398	0,16	478 636	0,10
Sum forvaltningskostnader, eksklusive avkastningsavhengige honorarer	443 897	0,08	403 727	0,08

Metoden for å beregne avsetning for påløpte avkastningsavhengige honorarer til eksterne forvaltere er endret i første kvartal 2009, slik at forvaltningshonorarene periodemessig i større grad sammenstilles med de forvaltningsresultater som danner grunnlag for honorarene. Effekten av metodeendringen er en økning i avkastningsavhengige honorarer med 275 millioner kroner for første kvartal 2009, sammenlignet med tidligere benyttet metode. Endringen har kun betydning for periodiseringen, ikke for størrelsen på honorarutbetalingene.

Note 3. Eiers kapital

(tall i millioner kroner)	Note	31.03.2009	31.03.2008	31.12.2008
Innskudd kronekonto pr. 01.01.		2 273 289	2 016 955	2 016 955
Tilførsel i løpet av året		46 344	89 848	385 545
Resultat tilført kronekonto		-243 153	-160 935	-127 046
Eiers kapital før fratrukk av forvaltningsgodtgjøring		2 076 480	1 945 868	2 275 454
Forvaltningsgodtgjørelse til Norges Bank		-858	-479	-2 165
Eiers kapital – Innskudd kronekonto		2 075 622	1 945 389	2 273 289

Note 4. Utlån av verdipapirer

Det var lånt ut verdipapirer gjennom eksterne utlånsprogrammer til en verdi av 334,8 milliarder kroner per 31. mars 2009, mot 540,9 milliarder kroner 31. mars 2008. Utlånte verdipapirer er sikret gjennom mottatte sikkerheter og for en utlånsagent gjennom en garantiavtale. Det er totalt mottatt sikkerhet for utlånte verdipapirer til en verdi av 333,8 milliarder kroner per 31. mars 2009. Av dette er 158,9 milliarder kroner mottatt i form av kontanter, resten i form av verdipapirer. Kontantsikkerheten er fra og med årsregnskapet for 2008 innregnet i balansen. Mottatt kontantsikkerhet er reinvestert i gjensalgsvtaler og obligasjoner. Disse reinvesteringene er balanseført til 150,8 milliarder kroner per 31. mars 2009.

Total avsetning for urealisert verditap på reinvesterte kontantsikkerhetsstillelser var 7,9 milliarder kroner per 31. mars 2009. Verditapet er beregnet på bakgrunn av markedsverdi på reinvesteringene. Av dette er 6,9 milliarder kroner urealisert tap basert på verdsettelse ved bruk av ordinære priskilder (fordelt på 4,4 milliarder kroner for verdipapiriserte obligasjoner, 1,1 milliarder kroner for selskapsobligasjoner og 1,4 milliarder kroner for «structured investment vehicles»), mens 1 milliard kroner er likviditetsfradrag i forbindelse med prisjusteringsmetoden (se note 6). Det er regnskapsført en urealisert gevinst på disse reinvesteringene for årets første tre måneder på 1 milliard kroner, som er en reversering av tidligere urealiserte tap for investeringene. Dette fremkommer på resultatlinjen netto inntekt/kostnad og gevinst/tap fra obligasjoner og andre rentebærende verdipapirer. Denne delen av reinvesteringsprogrammet ble frosset for ett år siden, og investeringene reduseres etter hvert som obligasjonene går til forfall.

Note 5. Aksjer og andeler / obligasjoner og andre rentebærende papirer

(Tall i millioner kroner)

	Anskaffelses kost	Virkelig verdi	Opptjente renter	Sum virkelig verdi
Aksjer og andeler:				
- Børsnoterte aksjer	1 447 807	1 071 257	3 089	1 074 346
- Andeler i verdipapirfond	781	538		538
Sum aksjer og andeler	1 448 588	1 071 795	3 089	1 074 884
Stats- og statsrelaterte obligasjoner	593 862	642 182	10 432	652 614
Realrente obligasjoner	95 487	105 287	621	105 908
Selskapsobligasjoner	307 036	248 290	5 731	254 021
Verdipapiriserte obligasjoner	426 526	420 075	5 627	425 702
Sertifikater	610	587	0	587
Sum obligasjoner og andre rentebærende verdipapirer	1 423 521	1 416 421	22 411	1 438 832

Note. 6 Måling til virkelig verdi av finansielle instrumenter

Fastsettelse av virkelig verdi

Majoriteten av instrumentene som fondet er investert i, anses å fortsatt inneha begrenset med prisingsrisiko. Aksjeinvesteringene er vurdert som forholdsvis enkle å verdivurdere, da det foreligger offisielle børskurser som baseres på et aktivt transaksjonsmarked for nesten alle posisjonene i porteføljen. Når det gjelder beholdninger i obligasjoner, er prisusikkerhetsbildet noe mer nyansert. Prisfastsettelsen av statsobligasjoner og likvide statsgaranterte obligasjoner er basert på observerbare markedspriser i et aktivt marked for kursstillelse og med hyppige transaksjoner. Selskapsobligasjoner, obligasjoner med fortrinnsrett, verdipapiriserte obligasjoner garantert av føderale kredittinstitusjoner og en del statsgaranterte og statsrelaterte obligasjoner er vurdert som priset av modeller med observerbare datapunkter. Størsteparten av disse er vurdert å ha relativt begrenset med prisingsrisiko, da datapunktene i modellene i stor grad er observerbare.

Samlet eksponering som er mest usikker med hensyn til prisfastsettelse, utgjorde 64 milliarder kroner ved utgangen av første kvartal. Dette besto nesten utelukkende av verdipapiriserte obligasjoner som ikke er garantert av føderale kredittinstitusjoner. Dette var en nedgang i eksponering på 10 milliarder fra årsslutt 2008, da eksponeringen var 74 milliarder. Nedgangen skyldes hovedsakelig valutaendringer, men nedbetaling av hovedstol samt en noe negativ prisutvikling bidro også.

Tabellen nedenfor inndeler investeringene i kategorier for vurdert prisusikkerhet:
(tall i millioner kroner)

Kategorisering av investeringer mht. prisusikkerhet	Observerbare markedspriser i aktive markeder	Modellprising med observerbare datapunkter	Modellprising med større usikkerhet rundt fastsettelsen av virkelig verdi	Totalt
Aksjer og andeler	1 068 827	5 404	653	1 074 884
Obligasjoner	668 993	706 176	63 663	1 438 832
Totalt	1 737 820	711 580	64 316	2 513 715

Gjennom flere analyser og diskusjoner med ulike aktører i markedet er det utviklet metoder for verdsettelse som er ment å ta hensyn til den ytterligere usikkerheten. Metodene innebærer at verdien av enkelte typer instrumenter er nedjustert gjennom et likviditetsfradrag fra den verdi som er rapportert fra ordinære priskilder. Dette gjelder for første kvartal alle verdipapirer som er kategorisert i gruppen «Modellprising med større usikkerhet rundt fastsettelsen av virkelig verdi.» Størrelsen på likviditetsfradraget er avhengig av vurdert usikkerhet i prisen fra prisingskilden. Det regnskapsmessige likviditetsfradraget som er gjort utover prisen fra ordinære kilder, utgjorde 3 567 millioner kroner ved utgangen av første kvartal mot 3 424 millioner kroner ved årsslutt. Av det totale likviditetsfradraget kommer 935 millioner kroner fra kontant-sikkerhetsstillelser som er reinvestert i obligasjoner (se note 4).