

Innhold

Hovudpunkt	2
Nøkkeltal	3
Marknadene	4
Porteføljen	8
Marknadsverdi, avkastning og risiko	10
Tema: Frå olje til aksjar	14
Rekneskapsrapportering	18

- Avkastninga i kvartalet -7,7 prosent – lågast i fondshistoria
- Tillitskrise i det finansielle systemet
- Marknadene prisar inn eit økonomisk tilbakeslag
- Rekordstor tilførsel til Statens pensjonsfond – Utland
- Mindreavkastning i NBIMs forvalting på 1,84 prosent – svakast i fondshistoria

Nøkkeltal

Marknadsverdien for Statens pensjonsfond – Utland var 2 120 milliardar kroner ved utgangen av kvartalet, sjå figur 2–1. Dette var ein auke på 128 milliardar kroner frå utgangen av andre kvartal.

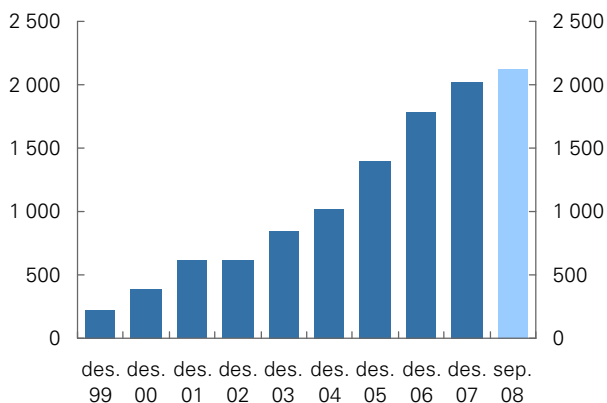
Kursnedgangen i aksjemarknadene i tredje kvartal 2008 var hovudårsaka til at avkastninga målt i ei internasjonal valuta-korg vart -7,7 prosent, sjå figur 2–2. Dette var det lågaste kvartalsresultatet i fondshistoria. I tredje kvartal 2008 oppnådde NBIM ei avkastning som var 1,84 prosentpoeng lågare enn avkastninga på referanseporteføljen, svakast i fondshistoria. Dei siste tre åra har den annualiserte mindre-avkastninga vore 0,68 prosentpoeng, sjå figur 2–3.

I tredje kvartal 2008 var det rekordstor tilførsel til fondet på 128 milliardar kroner. Avkastninga var -173 milliardar kroner

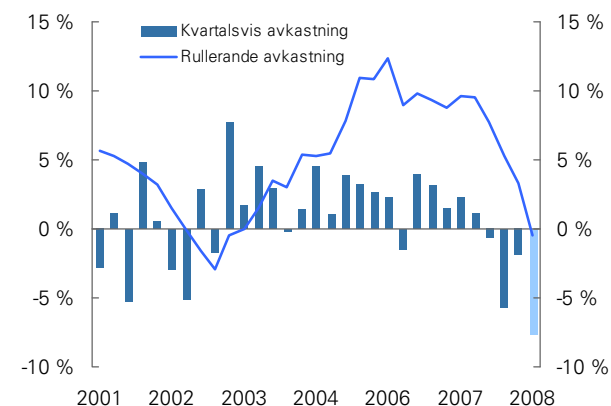
mens svakare kronekurs auka verdien på fondet med 173 milliardar kroner.

Dei internasjonale finansmarknadene var uvanleg urolige i tredje kvartal med store daglege svingingar i marknadsverdien til fondet og i avkastninga målt mot referanseporteføljen. Fondets forventa absolute volatilitet, som gir eit statistisk overslag på variasjonar i marknadsverdien over det neste året, har auka stort det siste året og var 15 prosent eller vel 330 milliardar kroner ved utgangen av tredje kvartal 2008.

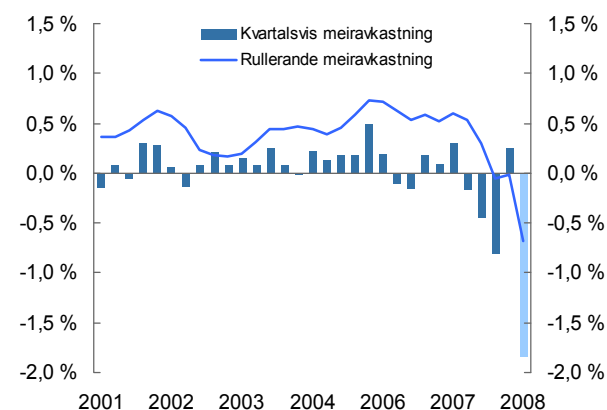
Figur 2-1 Marknadsverdi 1999 – 2008. Milliardar kroner



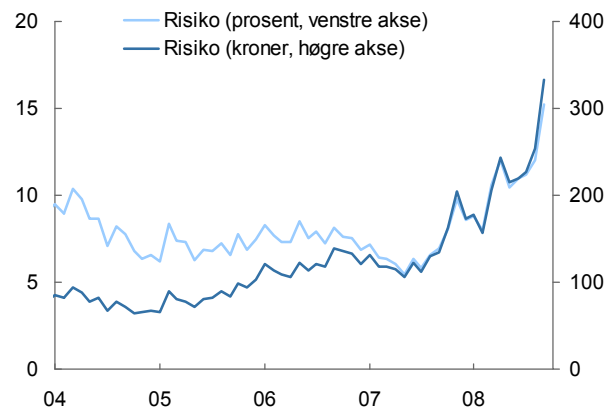
Figur 2-2 Kvartalsvis avkastning og rullerande annualisert avkastning siste tre år 2001 – 2008. Prosent



Figur 2-3 Kvartalsvis og rullerande annualisert meiravkastning siste tre år 2001 – 2008. Prosentpoeng



Figur 2-4 Absolutt volatilitet 2003 – 2008. Prosent og milliardar kroner



Marknadene

I tredje kvartal utvikla krisa i finanssektoren seg til ei grunnleggjande tillitskrise i det finansielle systemet. Fleire store finansinstitusjonar tok mot finansiering frå nasjonale styresmakter, somme vart sette under offentleg administrasjon og somme gjekk over ende. Store fall i aksjekursane og lågare obligasjonsrenter speglar auka sannsyn for eit kraftig økonomisk tilbakeslag og lågare inntening i bedriftene som følgje av sviktande tilgang på kreditt.

Den finansielle krisa vart utløyst sommaren 2007 med fall i prisane på verdipapir utferda mot pant i amerikanske bustadlån med låg kredittkvalitet. Sidan det tidspunktet er kredittkvaliteten i utlåna til dei amerikanske bankane vorten stadig dårlegare. Ein viktig indikasjon på dette er den aukande delen av misleghaldne lån, sjå figur 3-1. Samtidig fell verdien på det pantet bankane har, som følgje av lågare eigedomsprisar. Dei store amerikanske bustadlåninstitusjonane Freddie Mac og Fannie Mae hadde ikkje tilstrekkeleg kapital til å handtere denne utviklinga og vart derfor overtekne av styresmaktene.

Storleiken på marknaden for finansielle derivat med utgangspunkt i bustadlånporteføljar og andre typar kreditt, har stige kraftig dei seinare åra. Bankar og andre finansinstitusjonar har kunna forsikre seg mot tap på investeringar i slike derivat hos store forsikringsselskap. Verdas største forsikringsselskap AIG hadde ein sentral plass i denne marknaden og fekk problem med refinansiering av låna sine. Dei amerikanske styremaktene valde derfor å ta kontroll over dette selskapet gjennom tilførsel av store lån.

For bankane fører den auka uvissa til at dei krev ein høgare premie for å låne pengar til kvarandre. Differansen mellom den renta bankane tek seg imellom og statsrenta kan sjåast som eit uttrykk for vurderinga bankane gjer av motpartsrisikoen i det finansielle systemet. Rentedifferansen har jamt vore svært høg sidan sommaren 2007, men steig til nye rekordnivå etter konkursen til Lehman Brothers, den fjerde største investeringsbanken i Amerika, sjå figur 3-2. Konkursen til Lehman førte til store ringverknader i marknaden som ein enno ikkje har full oversikt over.

Det siste året har eksisterande finansinstitusjonar henta inn om lag 350 milliardar USD i ny eigenkapital, sjå figur 3-3. Etter kvart som tapa i sektoren har auka, er det vorte vanskelegare for bankane å hente kapital i marknaden. For fleire bankar har kombinasjonen av store tap og sviktande høve

til å finansiere verksemda ført til konkurs eller overtaking. Store institusjonar som Washington Mutual og Wachovia er døme på dette.

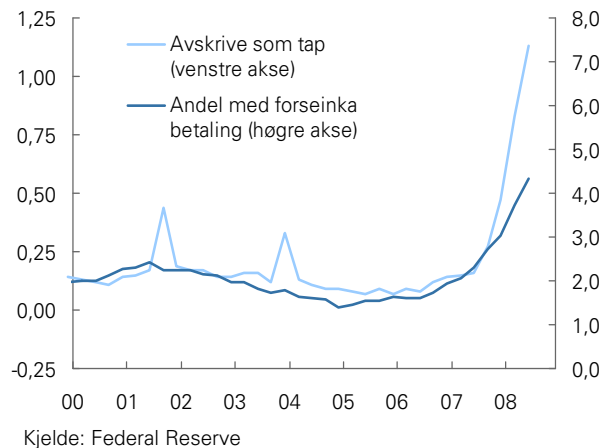
Merrill Lynch, den tredje største amerikanske investeringsbanken, søkte å bli teken over av Bank of America, mens dei to store attverande investeringsbankane Morgan Stanley og Goldman Sachs vart lagde inn under same type regulering som banksektoren elles. Alle dei store amerikanske investeringsbankane har dermed opphøyr i si opphavlege form.

Krisa har slege inn i Europa med full tyngd. Styresmaktene i fleire land har valt å tilføre banksystemet ny eigenkapital eller valt å gi eksplisitte garantiar for innskytarane og i nokre tilfelle gjeldsinvestorane sin kapital. I Amerika har styresmaktene valt å etablere ei ordning som skal kunne kjøpe opp problematiske aktiva frå finansinstitusjonane for dermed å kunne betre kapitalsituasjonen.

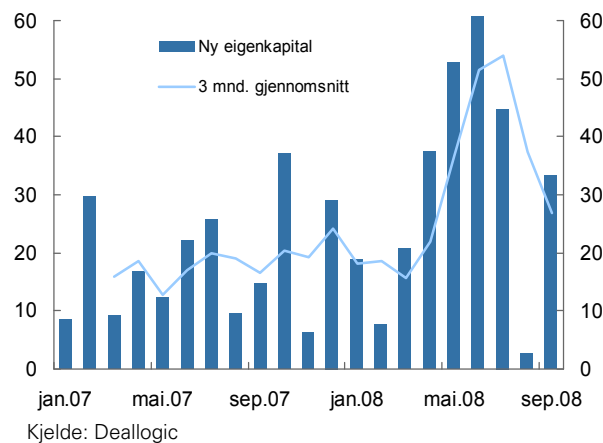
Gjelda i finansinstitusjonane har vakse kraftig dei seinare åra, og for alle aktørane gjer den sviktande finansieringa at ein søker å redusere storleiken på balansen. Men sal av egedelar legg auka press på prisane på slike egedelar, og kan i seg sjølv medverke til å forsterke problema. Fleire store finansielle aktørar utanfor banksektoren er avhengige av kortsiktig finansiering for å drive aktiviteten sin. Når denne finansieringa fell bort, må posisjonane reduserast raskt. Denne nedbygginga av risiko førde til auka volatilitet og store utslag i ulike verdipapirmarknader.

Det er aukande risiko for at den manglande evna og viljen bankane har til å yte kreditt, kan få store konsekvensar for økonomisk vekst og inntening i bedriftene. Mens marknaden ved inngangen til kvartalet la stor vekt på tiltakande inflasjonsforventingar, skifta merksemda raskt til det auka sannsynet for eit kraftig tilbakeslag for økonomisk vekst og inntening som følgje av sviktande tilgang på kreditt. Store fall i aksjekursane og lågare obligasjonsrenter speglar dette.

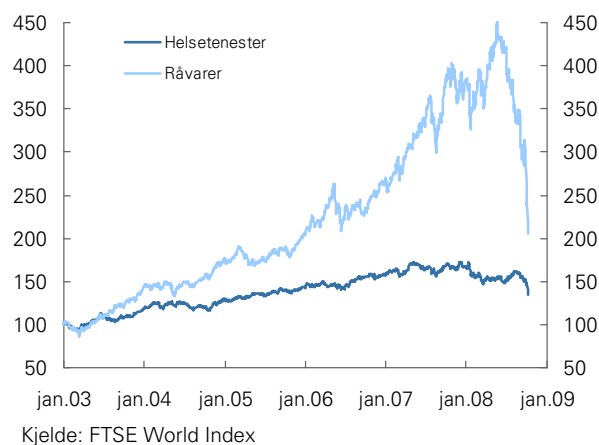
Figur 3-1 Utlån fra amerikanske bankar til bustadføremål. Sesongjustert årleg rate



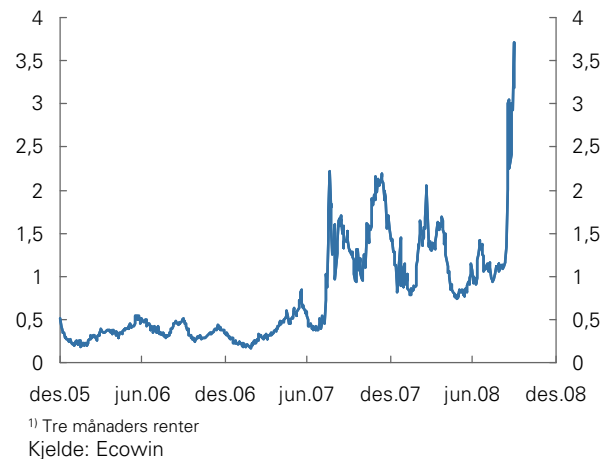
Figur 3-3 Ny eigenkapital i finansinstitusjonane. Milliardar amerikanske dollar



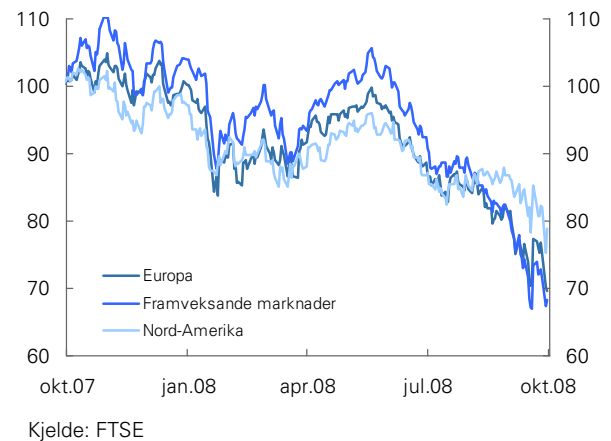
Figur 3-5 Indeksert avkastning ved investeringar i helsetenester og i råvareindustrien



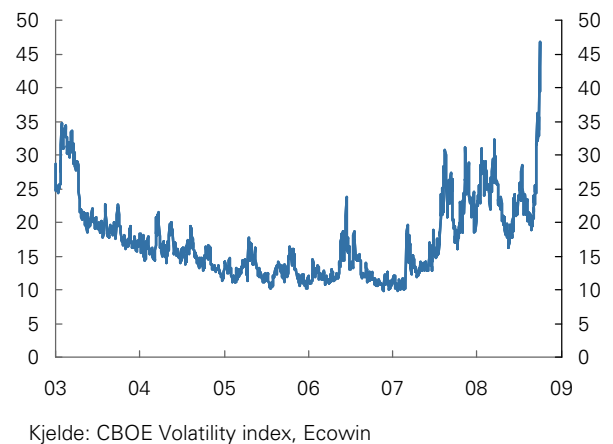
Figur 3-2 Differansen mellom lånerenta bankane har i pengemarknaden og amerikansk statsgjeld. ¹⁾ Prosentpoeng

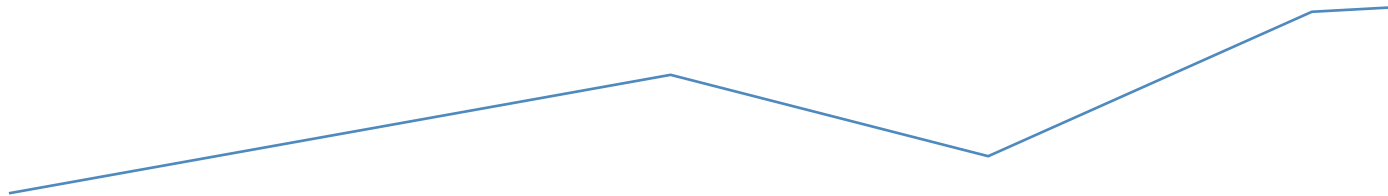


Figur 3-4 Regional aksjemarknadsavkastning (felles valuta, indeksert)



Figur 3-6 Forventa volatilitet i den amerikanske aksjemarknaden





Aksjemarknadene

Avkastninga på den breie FTSE Global All Cap-indeksen var -16,2 prosent målt i amerikanske dollar. Dei seinare åra har framveksande marknader hatt ei vesentleg høgare avkastning enn dei industrialiserte landa. Denne utviklinga reverserte seg i nokon grad i tredje kvartal. Framveksande marknader fall med 17 prosentpoeng meir enn Nord-Amerika, som var den sterkaste regionen, sjå figur 3-4.

Variasjonen i den regionale avkastninga speglar eit skift i forventningane marknaden har til den økonomiske veksten framover. Dette biletet er endå tydelegare for sektoravkastninga, sjå tabell 3-1. Over fleire år har råvaresektoren hatt ei vesentleg sterkare avkastning enn sektorar som er mindre eksponerte mot dei økonomiske konjunkturane, eksempelvis helsetenester. Denne trenden er definitivt broten dei seinare månadene, sjå figur 3-5.

Omslaget i aksjemarknaden kom brått og dramatisk. Dette kan eksempelvis observerast gjennom den såkalla VIX-indeksen som måler kva for aksjemarknadsvolatilitet som er forventa i opsjonsmarknaden på den amerikanske aksjemarknaden, sjå figur 3-6. Basert på historiske samanlikningar står prisinga av aksjemarknaden fram som låg. For eksempel er utrekna dividendeavkastning høg, figur 3-7.

Rentemarknadene

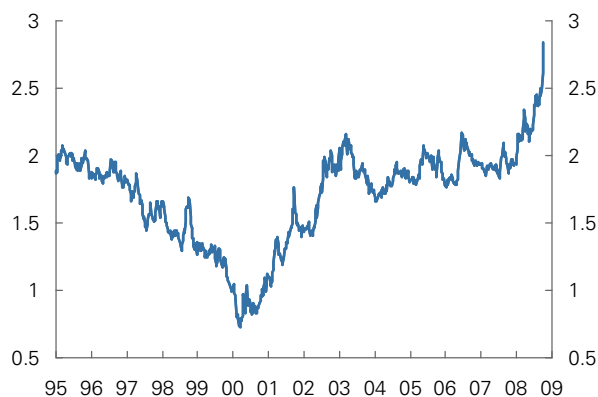
Rentenivået i hovudmarknadene fall i tredje kvartal, sjå figur 3-8. Tiårsrenta i USA fall med om lag 0,15 prosentpoeng og tilsvarende renter i Europa og Japan med høvesvis 0,60 og 0,15 prosentpoeng.

Samla sett gav den breie renteindeksen Lehman Global Aggregate ei avkastning på 0,8 prosent i kvartalet. Det var likevel stor variasjon i avkastninga mellom dei ulike delmarknadene. Sektoren for selskapskredittar hadde om lag 5 prosentpoeng lågare avkastning enn statsobligasjonar i kvartalet, noko som er eit monaleg utslag, sjå figur 3-9. Innanfor sektoren for selskapskredittar var det særleg obligasjonar utferda av finansinstitusjonar som gjorde det svært svakt, sjå figur 3-10. Dette kan knytast opp mot konkursar og tillitskrise i finanssektoren.

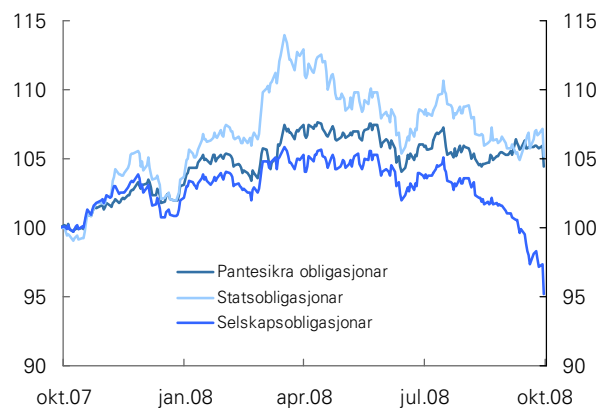
Mens utviklinga i andre kvartal var prega av auka råvareprisar og uvisse omkring effektane på inflasjonsutviklinga, endra dette seg kraftig i tredje kvartal. Indikatorar på den økonomiske aktiviteten, slik som fraktratar, fall dramatisk, sjå figur 3-11. Lågare vekstforventingar og store fall i råvareprisane førde til fall i inflasjonsforventingane. Eksempelvis fall den forventa inflasjonen som kan lesast ut frå differansen mellom rentene på realrenteobligasjonar og nominelle obligasjonar kraftig, sjå figur 3-12.

Tabell 3-1 Avkastning på FTSEs indeks fordelt på næringssektorar. Prosent målt i amerikanske dollar. Tredje kvartal 2008

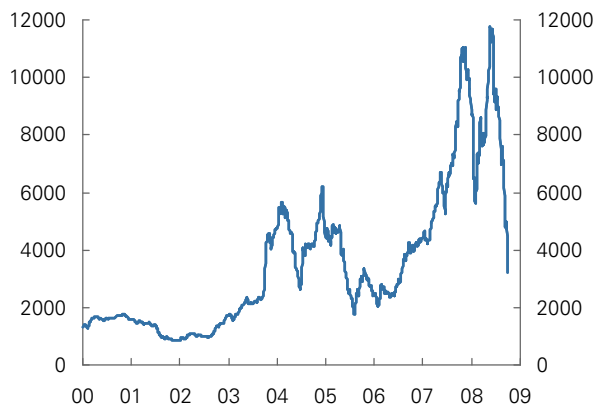
Næringssektor	Avkastning
Helsetenester	-2,57
Forbruksvarer	-7,43
Forbrukstenester	-7,94
Finansielle tenester	-10,21
Teknologi	-15,40
Telekommunikasjon	-16,04
FTSEs verdsindeks	-16,24
Energi og vassforsyning	-18,10
Generell Industri	-18,67
Olje og gass	-28,89
Råvarer	-37,46

Figur 3-7 Estimert dividendeavkastning i aksjemarknaden

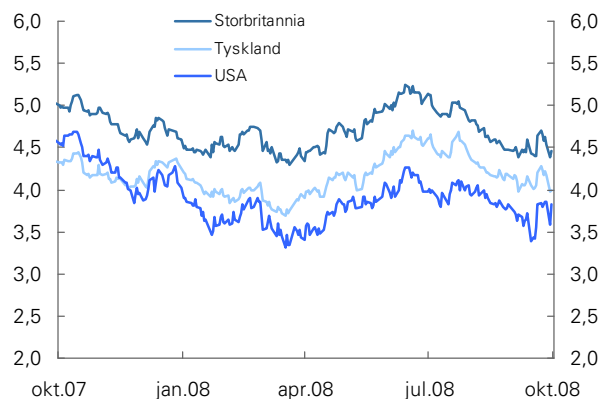
Kjelde: FTSE, NBIM

Figur 3-9 Avkastning på ulike typer obligasjoner

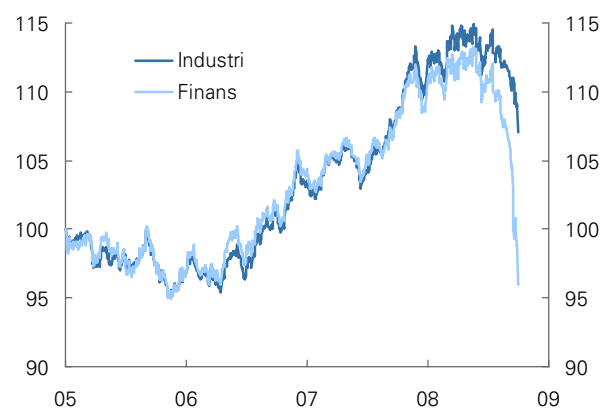
Kjelde: Lehman Global Aggregate

Figur 3-11 Fraktratar tørrlast. Indeks

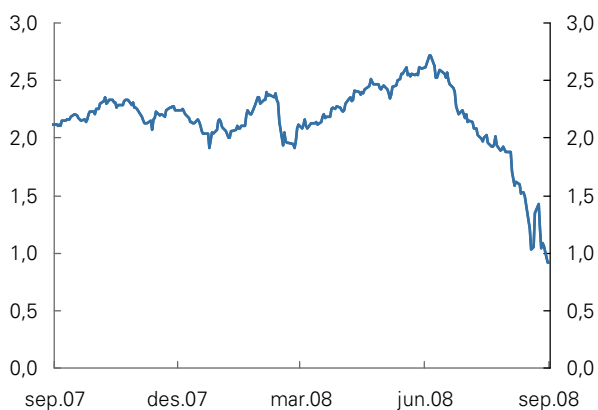
Kjelde: The Baltic Exchange, Ecowin

Figur 3-8 Renter på statsobligasjoner med 10 års løpetid. Prosent

Kjelde: Ecowin

Figur 3-10 Avkastning på ulike grupper selskapsobligasjoner

Kjelde: Lehman Global Aggregate

Figur 3-12 Prisa inflasjonsforventingar i den amerikanske marknaden for realrenteobligasjoner. Prosent.

Porteføljen

Den strategiske allokeringa til aksjar vart auka frå 40 til 60 prosent sommaren 2007. Den faktiske opptrappinga av aksjedelen er pågåande. Aksjedelen i fondet held seg omtrent uendra i tredje kvartal, sjå figur 4-1. Auken i den strategiske allokeringa til aksjar og tilførselen av midlar til fondet inneber at eigardelen fondet har i aksjemarknadene, stig.

I tredje kvartal steig verdien av fondets eigarskap i europeiske aksjar til 1,25 prosent av den samla verdien på selskapa som er med i referanseporteføljen, sjå figur 4-2. Også i dei to andre geografiske regionane auka gjennomsnittleg eigardel, men nivået er noko lågare fordi fondsdelen av marknadskapitaliseringa er lågare. Motstykket til auka eigardel for aksjar er lågare eigardelar i rentemarknadene, sjå figur 4-3.

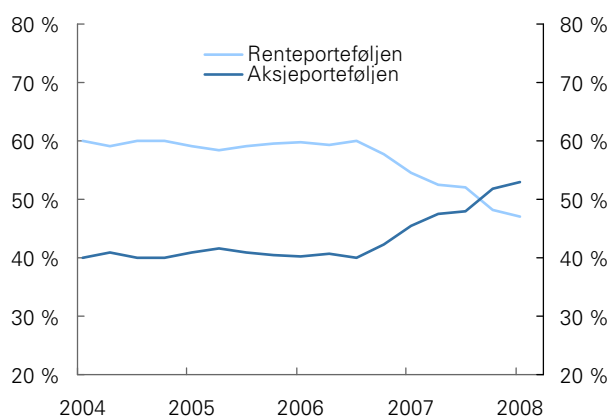
NBIM bruker eksterne forvaltarar i gjennomføringa av forvaltingsoppdraget. Ved utgangen av tredje kvartal utgjorde kapital under forvaltning av eksterne forvaltarar 13,5 prosent av den samla kapitalen i fondet, sjå figur 4-4.

Både på aksje- og rentesida har fondet ei strategisk overveking av europeiske investeringar sett i forhold til marknadene i global samanheng.

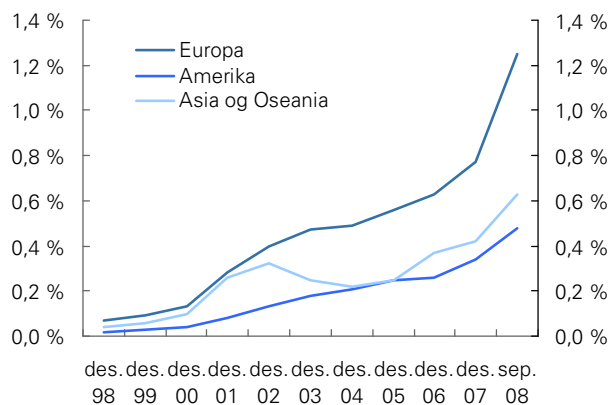
Dette vil seie at det vil vere ein tendens til at store europeiske selskap og europeiske utferdarar av obligasjonar dominerer lista over dei største investeringane fondet har, sjå tabell 4-1 og 4-2.

Fondet kan eige opp til 10 prosent av aksjane med stemmerett i eit selskap. Denne avgrensinga vart auka frå 5 prosent etter at Stortingets gav tilslutning til endringa i juni 2008. Ved utgangen av tredje kvartal låg dei største eigardelane fondet held i enkeltelskap, tett opp til 6 prosent.

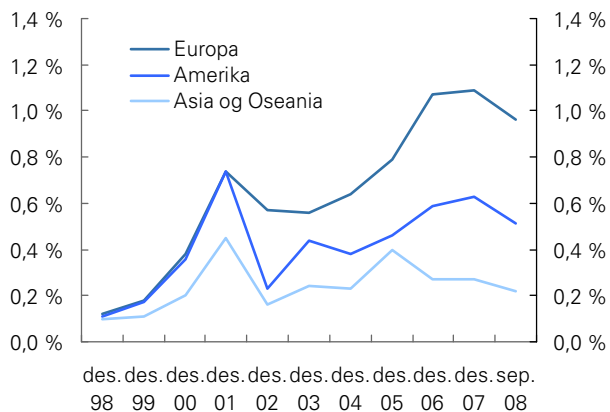
Figur 4-1 Fordeling på aktivaklassar 2004 – 2008. Prosent



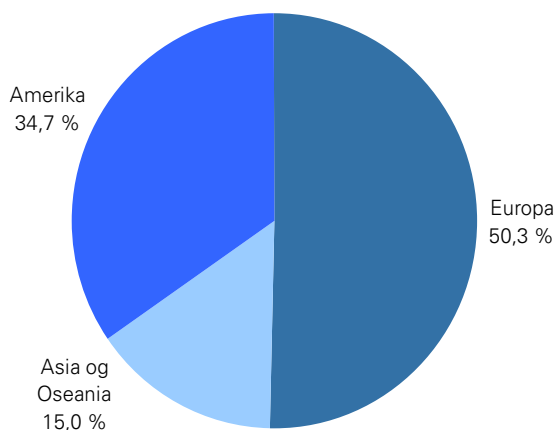
Figur 4-2 Eigardelar i aksjemarknadene¹⁾ 1998 – 2008. Prosent



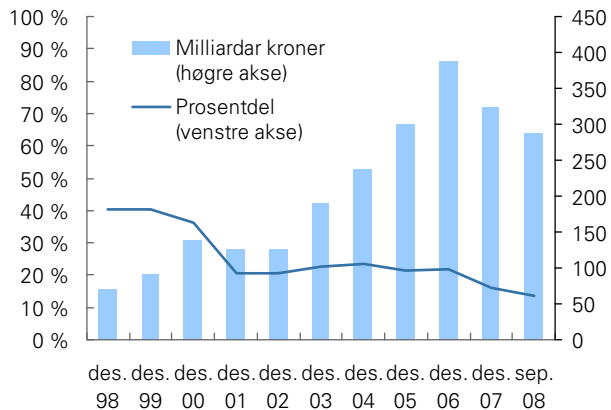
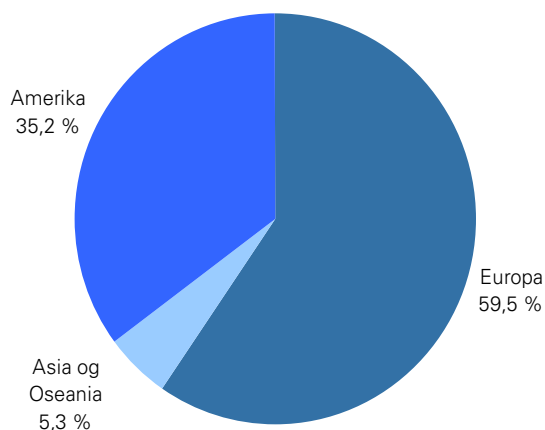
¹⁾ Som prosentdel av marknadskapitaliseringa til FTSE-indeksen. Kjelder: FTSE og NBIM

Figur 4-3 Eigardelar i rentemarknadene 1998 – 2008. Prosent

¹⁾ Som prosentdel av marknadskapitaliseringen til Lehman-indeksen.
Kjelder: Lehman og NBIM

Figur 4-5 Regionfordeling av aksjeporteføljen, per 30. september 2008. Prosent**Tabell 4-1** Største aksjebeholdninger per 30. september 2008

Selskap	Land	Behaldning i millioner kroner
HSBC Holdings plc	Storbritannia	14 199
Royal Dutch Shell plc	Nederland	13 481
Nestle SA	Sveits	13 418
BP plc	Storbritannia	11 315
TOTAL SA	Frankrike	9 417
Exxon Mobil Corporation	USA	9 255
Vodafone Group plc	Storbritannia	8 581
Novartis AG	Sveits	7 962
E.ON AG	Tyskland	7 941
Roche Holding AG	Sveits	7 806

Figur 4-4 Ekstern forvaltning 1998 – 2008. Milliardar kroner og prosentdel**Figur 4-6** Regionfordeling av renteporteføljen, per 30. september 2008. Prosent**Tabell 4-2** Største obligasjonsbeholdninger per 30. september 2008

Utferdar	Land	Behaldning i millioner kroner
Tyske stat	Tyskland	108 228
Fannie Mae	USA	74 364
Italienske stat	Italia	62 924
European Investment Bank	Int. organisasjon	47 383
Japanske stat	Japan	47 122
Freddie Mac	USA	37 599
Franske stat	Frankrike	26 600
HBOS plc	Storbritannia	22 970
Greske stat	Hellas	18 529
AyT Cedula Cajas	Spania	16 634

Marknadsverdi, avkastning og risiko

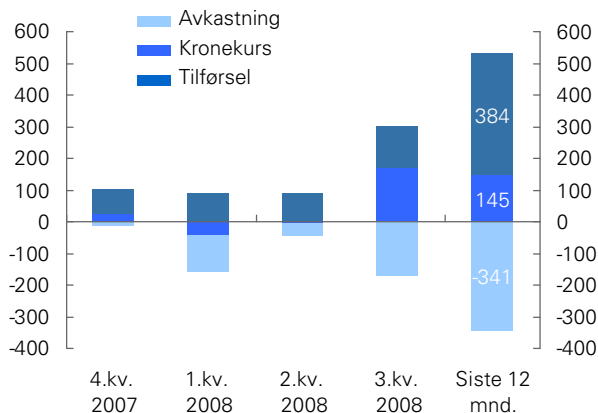
Marknadsverdien av Statens pensjonsfond – Utland var 2 120 milliardar kroner ved utgangen av tredje kvartal 2008. Fondets samla avkastning var -7,68 prosent, mens avkastninga sett i forhold til referanseporteføljen var -1,84 prosent.

Det vart tilført nye midlar for 128 milliardar kroner i tredje kvartal 2008, sjå tabell 5-1. Dette var den største kvartalsvise tilførselen i fondshistoria. Negativ avkastning på investerte midlar medverka til å redusere verdien med 173 milliardar kroner. Som følge av ein svakare kronekurs i forhold til dei valutaene som fondet er investert i, auka fondets kroneverdi med 173 milliardar kroner. Endring i kronekursen har likevel ikkje noko å seie for den internasjonale kjøpekrafta fondet har.

Dei siste tolv månadene har marknadsverdien av fondet auka med 188 milliardar kroner, sjå figur 5-1. Tilførsel av nye midlar har utgjort 384 milliardar kroner, mens negativ avkastning målt i internasjonal valuta har medverka til å redusere marknadsverdien med 341 milliardar kroner. Ein svakare kronekurs har medverka til å auke fondsverdien med 145 milliardar kroner dei siste tolv månadene.

Fondet hadde i tredje kvartal 2008 ei periodeavkastning på -7,68 prosent målt i internasjonal valuta, sjå tabell 5-1. Aksjeporteføljen hadde ei avkastning på -13,12 prosent og renteporteføljen ei avkastning på -1,19 prosent. Frå 1. januar 1998 har fondet hatt ei annualisert årleg brutto avkastning på 4,1 prosent, sjå tabell 5-2. Etter frådrag for forvaltingskostnader og prisstiging, er årleg netto realavkastning rekna til 1,9 prosent.

Figur 5-1 Endring i marknadsverdi fjerde kvartal 2007 – tredje kvartal 2008. Milliardar kroner

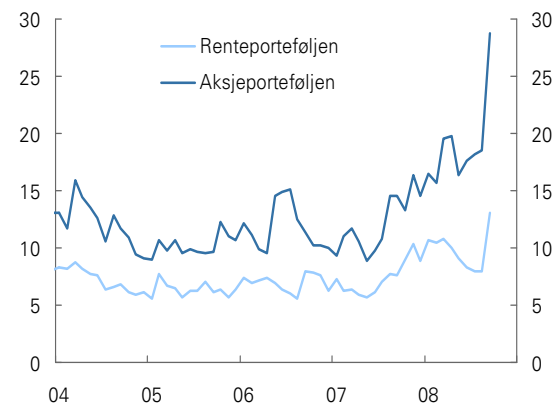


Avkastninga som Noregs Bank oppnår på faktisk portefølje, blir målt i forhold til avkastninga på referanseporteføljen som Finansdepartementet har fastsett. Forskjellen mellom avkastningstala viser NBIMs medverking til forvaltingsresultatet. Avkastninga til fondet var i tredje kvartal 1,84 prosentpoeng lågare enn avkastninga på referanseporteføljen, sjå tabell 5-1.

Det var negative resultat i perioden både frå aksjeforvaltninga og renteforvaltninga. I underkant av halvparten av tapene i tredje kvartal var knytte til aksjeforvaltninga. Som del av dei samla tapene kom om lag ein firedel frå intern aksjeforvaltning, om lag ein seksdel frå ekstern aksjeforvaltning og noko under ein tidel frå deltaking i kapitalutvidingar i seks ulike finansinstitusjonar. I renteforvaltninga var det tap hovudsakleg frå eksponering mot amerikanske bustadlånobligasjonar, kredittobligasjonar utferda av finansinstitusjonar i Europa og investeringar i realrenteobligasjonar. Desse investeringane blei i hovudsak gjorde før finanskrisa sette inn i 2007 og er i dag lite likvide. Tapene er eit framhald av utviklinga vi har sett sidan sommaren 2007.

Det er transaksjonskostnader knytte til innfasing av nye midlar til Pensjonsfondet og til omvekting av referanseporteføljen. Noregs Bank har estimert dei direkte og indirekte transaksjonskostnadene knytte til innfasing av nye midlar til

Figur 5-2 Absolutt volatilitet 2004 – 2008. Prosent. Målt i norske kroner



Tabell 5-1 Nøkkeltal per 30. september 2008. Kvartalstal

	2.kv. 2007	3.kv. 2007	4.kv. 2007	1.kv. 2008	2.kv. 2008	3.kv. 2008
Marknadsverdi (mrdr. kroner)						
Marknadsverdien av renteinvesteringane	1 120	1 054	1 061	1 011	961	997
Marknadsverdien av aksjeinvesteringane	819	878	958	935	1 031	1 123
Marknadsverdien av fondet	1 939	1 932	2 019	1 946	1 992	2 120
Tilførsel i kvartalet	68	76	77	88	91	128
Avkastning i kvartalet	42	21	-14	-115	-39	-173
Endring som følgje av svingingar i NOK-kursen	-46	-104	24	-46	-6	173
Fondsavkastninga målt i internasjonal valuta (prosent)						
Avkastninga av aksjeporteføljen	7,40	-0,30	-2,77	-12,67	-1,60	-13,12
Avkastninga av renteporteføljen	-1,19	2,10	1,30	0,87	-1,72	-1,19
Avkastninga av fondet	2,23	1,15	-0,64	-5,62	-1,87	-7,68
Avkastninga av referanseporteføljen	1,93	1,33	-0,20	-4,79	-2,10	-5,98
Avkastninga av fondet målt i norske kroner (prosent)						
Avkastninga av aksjeporteføljen	4,86	-5,57	-1,59	-14,71	-1,90	-5,84
Avkastninga av renteporteføljen	-3,53	-3,29	2,53	-1,49	-2,02	7,08
Avkastninga av fondet	-0,19	-4,20	0,56	-7,83	-2,17	0,06
Avkastninga av referanseporteføljen	-0,49	-4,03	1,01	-7,02	-2,41	1,89
Meiravkastning	0,30	-0,17	-0,45	-0,81	0,24	-1,84
Kostnader i forvaltninga (prosent)						
Utrekna innfasingskostnader	0,01	0,02	0,04	0,05	0,03	0,08
Annualiserte forvaltingskostnader	0,09	0,09	0,09	0,10	0,10	0,09
Verdiutvikling sidan oppstart (mrdr. kroner)						
Samla tilførsel	1 603	1 679	1 756	1 844	1 935	2 063
Samla avkastning	496	518	504	390	352	179
Kronekursjustering	-160	-265	-242	-288	-295	-122
Marknadsverdien av fondet	1 939	1 932	2 019	1 946	1 992	2 120

1,7 milliardar kroner i tredje kvartal 2008. Dette utgjorde 1,3 prosent av overføringsbeløpet på 128 milliardar kroner og 0,08 prosent av marknadsværdien til fondet ved inngangen til kvartalet. Referanseporteføljen er ikkje justert for desse påførde transaksjonskostnadene. Dermed er den målte meiravkastninga lågare enn ho ville ha vore utan kostnadene knytte til innfasinga av nye midlar.

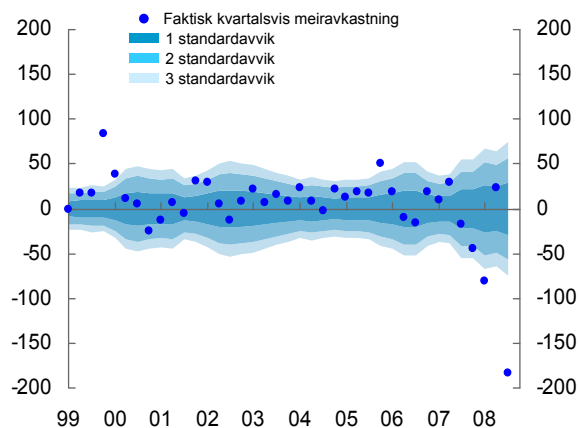
Uroa i dei internasjonale aksje- og rentemarknadene fører med seg store svingingar i marknadsværdien til fondet. Fondets forventa absolute volatilitet er eit statistisk mål, som gir eit modellbasert overslag på «normale» variasjonar i marknadsværdien over det neste året. Sidan sommaren 2007 har marknadssvingingane vore langt frå normale, slik at modellen er mindre treffsikker enn tidlegare. Marknadssvingingane målt ved absolute volatilitet har stige sidan sommaren 2007, sjå figur 5-2. Ved utgangen av tredje kvartal var den absolute volatiliteten for fondet målt i norske kroner rundt 330 milliardar kroner.

Risikoramman i forvaltingsmandatet frå Finansdepartementet er uttrykt i form av ei grense på 1,5 prosentpoeng forventa relativ volatilitet under normale marknadforhold. Risiko-modellen estimerer kor store variasjonar som kan ventast i avkastninga basert på samansetninga av porteføljen sett i forhold til referanseindeksen, og nyttar historiske marknadssdata for dei kjende risikofaktorane som porteføljen er eksponert mot. Føresetnaden for modellen vil til dels bryte saman i periodar med unormalt store marknadssvingingar som vi har sett det siste halvtanna året og som nådde sitt foreløpige klimaks i etterkant av konkursen til Lehman Brothers. For siste år, og i særleg grad siste kvartal, synest det som om modellert risiko uttrykt gjennom forventa relativ volatilitet, har underestimert den faktiske risikoen i porteføljen. Konfidensintervall for modellert risiko og realisert meiravkastning er vist i figur 5-3.

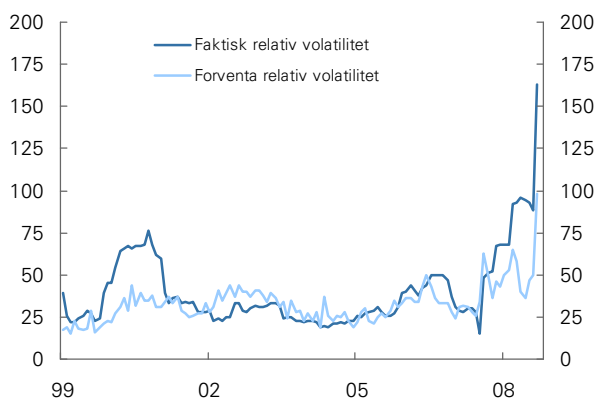
Forventa volatilitet kan svinge mykje også ved uendra grad av aktiv forvaltning. Dette kjem av at måla blir påverka av ulike trekk i marknadsutviklinga, som til dømes endringar i volatiliteten i marknadene og i korrelasjonar mellom dei ulike aktivaklassane og verdipapir. I 2008 har NBIM redusert graden av aktiv forvaltning, men likevel steig forventa relativ volatilitet kraftig i tredje kvartal, sjå figur 5-4 og 5-5.

Finansdepartementet har gjennom forskrift og utfyllande retningslinjer for fondet fastsett grenser for risiko og eksponering. Desse grensene og den faktiske tilpassinga i porteføljen går fram av tabell 5-4. Det var i kvartalet ingen brot på investeringsretningslinjene.

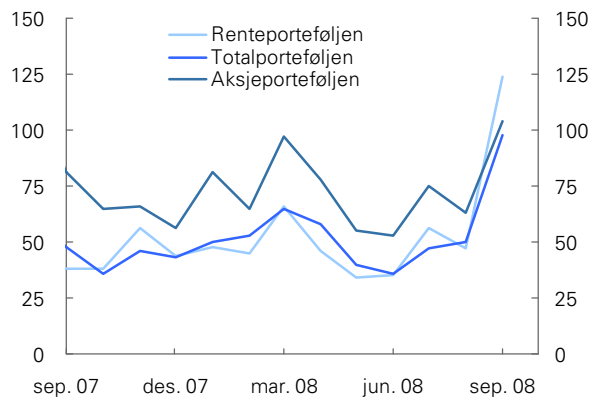
Figur 5-3 Standardavvik for risiko og realisert meiravkastning 1999 – 2008 . Basispunkt



Figur 5-4 Forventa og faktisk relativ volatilitet 1999 – 2008. Basispunkt



Figur 5-5 Forventa relativ volatilitet september 2007 – september 2008. Basispunkt



Tabell 5-2 Nøkkeltal per 30. september 2008. Annualiserte tal

(Målt i norske kroner)	Siste år	Siste 3 år	Siste 5 år	Siste 10 år	Sidan 1.1.1998
Porteføljekastning (prosent)	-9,27	-1,28	2,40	3,30	3,55
Referanseavkastning (prosent)	-6,60	-0,60	2,61	3,18	3,42
Meiravkastning (prosentpoeng)	-2,67	-0,68	-0,20	0,13	0,14
Standardavvik (prosent)	8,71	8,39	8,19	8,56	8,43
Relativ volatilitet (prosentpoeng)	1,63	1,09	0,87	0,69	0,67
Informasjonsrate	-1,64	-0,61	-0,23	0,18	0,20
(Målt i internasjonal valuta)					
Brutto årleg avkastning (prosent)	-15,06	-0,43	4,01	4,15	4,06
Årleg prisvekst (prosent)	3,48	2,86	2,57	2,06	2,01
Årlege forvaltingskostnader (prosent)	0,09	0,10	0,10	0,09	0,09
Årleg netto realavkastning (prosent)	-18,01	-3,30	1,30	1,95	1,91
Årleg brutto meiravkastning (prosent)	-2,51	-0,69	-0,21	0,12	0,13

Tabell 5-3 Renteporteføljen fordelt etter kredittvurdering ¹⁾

Prosent av renteporteføljen	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	Lågare	P-1	Inga vurdering
Stats- og statsrelaterte obligasjonar	19,9	12,3	2,5	0,5	0,2	0,1	-	0,9
Inflasjonsindekserte obligasjonar	5,8	3,2	0,2	-	-	-	-	-
Selskapsobligasjonar	0,9	6,0	7,1	5,8	0,4	0,4	-	0,1
Pantesikra obligasjonar	30,7	1,4	0,9	0,2	0,1	0,1	-	0,2
Sertifikat	-	-	-	-	-	-	0,1	0,0
Sum obligasjonar og andre renteberande verdipapir	57,3	22,9	10,7	6,5	0,7	0,6	0,1	1,1

¹⁾ 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 5-4 Nøkkeltal for risiko og eksponering

Risiko	Grenser	Faktisk		
		31.12.2007	30.6.2008	30.9.2008
Marknadsrisiko	Maksimalt 1,5 prosentpoeng relativ volatilitet	0,43	0,36	0,98
Aktivafordeling	Renteporføljen 30-70%	52,6	48,2	47,0
	Aksjeporføljen 30-70%	47,4	51,8	53,0
Marknadsfordeling aksjar	Europa 40-60%	48,8	50,4	48,8
	Amerika / Afrika 25-45%	36,4	34,4	36,3
	Asia / Oseania 5-25%	14,8	15,2	14,9
Valutafordeling renter	Europa 50-70%	59,4	58,7	59,4
	Amerika 25-45%	35,1	35,3	35,3
	Asia / Oseania 0-15%	5,5	6,0	5,3
Eigardel	Største eigardel maksimalt 10% (frå juni 2008)	4,99	4,99	5,96

Frå olje til aksjar

Tilførselen av ny kapital til Statens Pensjonsfond – utland blir i stor grad fastsett av storleiken på statens jamne inntekter frå produksjon av olje og gass. Oppbygginga av fondet kan derfor sjåast som ei omveksling av naturressursar som ikkje kan fornyast til sparing i internasjonale finansmarknader. Fondet er no i ein fase der aksjedelen blir auka med sikte på å betre det langsiktige forholdet mellom avkastning og risiko. Denne oppbygginga skjer på eit tidspunkt der byteforholdet mellom petroleumsressursar og eigenkapitalinvesteringar er gunstigare for ein oljeprodusent enn tidlegare i fondshistoria.

I heile levetida for fondet og særleg dei seinare åra har oljeprisen vore aukande, sjå figur 6–1. Denne utviklinga har gitt grunnlag for auka tilførsler til fondet. I tredje kvartal 2008 vart fondet tilført 128 milliardar kroner, det største beløpet til no i eit enkelt kvartal, sjå figur 6–2.

I juni 2007 vart det vedteke å auke aksjedelen i fondet frå 40 til 60 prosent. Denne avgjerda tek sikte på å betre det langsiktige forholdet mellom avkastning og risiko for fondet, og speglar at eigar har ein lang horisont for den strategiske investeringsavgjerda og stor kapasitet til å bere risiko. For eit stort fond som Statens Pensjonsfond – Utland må denne strategiske endringa fasast inn over tid.

Sidan fondet tok til å investere i aksjemarknadene i 1998 har avkastninga i desse marknadene gått gjennom store svingingar. Ein topp vart nådd under IT-bobla i 2000 og på ny før finanskrisa greip om seg i 2007, sjå figur 6–3.

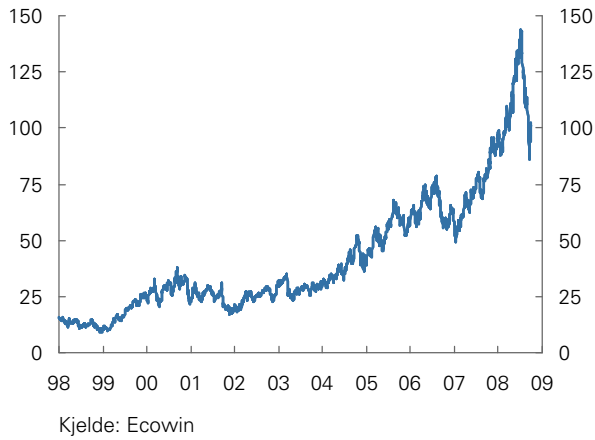
Aksjedelen blir no auka i ein periode der storleiken på avsetningane er store, men usikre, som følgje av høge og volatile råvareprisar. Både i olje- og aksjemarknaden har denne volatiliteten vore stigande inneverande år, men over tid er volatiliteten i oljemarknaden langt høgare enn i aksjemarknaden, sjå figur 6–4.

Det er viktig at innfasinga skjer på ein måte som sikrar potensialet for langsiktig avkastning for fondet. Uvissa om framtidig avkastning i finansmarknadene er slik at det for eit fond som byggjer eigarskap i aksjemarknadene over tid, sjeldan er føremålstenleg å forsøke å treffe rett tidspunkt for jamlege investeringar.

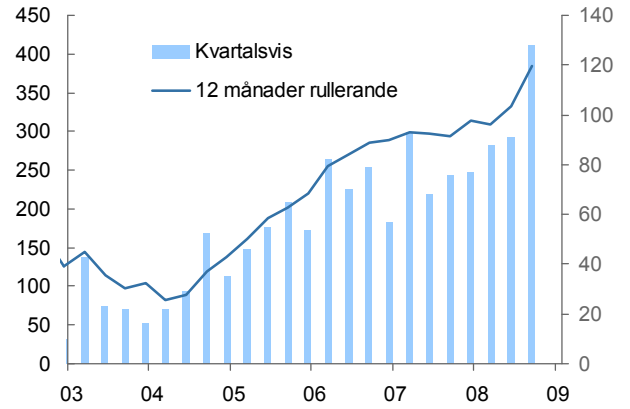
Spørsmålet om tidspunkt for investeringane kan likevel analyserast frå ein annan vinkel. Gitt at dei auka aksjeinvesteringane skjer basert på inntekter som blir skapte i petroleumssektoren, så er det særleg interessant å observere korleis byteforholdet mellom olje- og aksjeinvesteringar utviklar seg over tid.

Kjøpekrafta til olje har styrkt seg vesentleg dei seinare åra. Dette kan illustrerast ved å sjå verdien av den samla årlege oljeproduksjonen i verda relativt til marknadsv verdien på aksjemarknadene i verda. Mens eit års oljeproduksjon på slutten av 1990-talet berre utgjorde 2 til 3 prosent av marknadsv verdien på selskapa som er med i FTSE World Indeks, har verdien i 2008 utgjort over 10 prosent, sjå figur 6–5. Denne analysen tek omsyn til den auka oljeproduksjonen over tid.

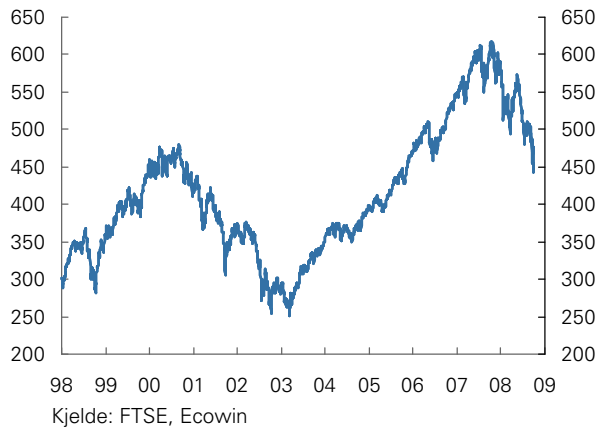
Figur 6-1 Spotpris på Råolje (Brent i USD).



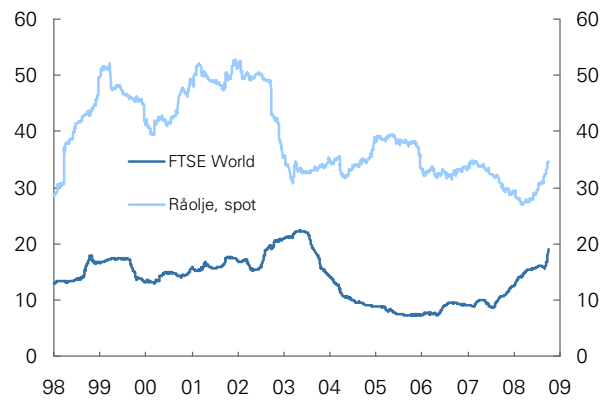
Figur 6-2 Tilførsel til SPU 2003– 2008, Milliardar kroner



Figur 6-3 FTSE World indeks, Indeksverdi



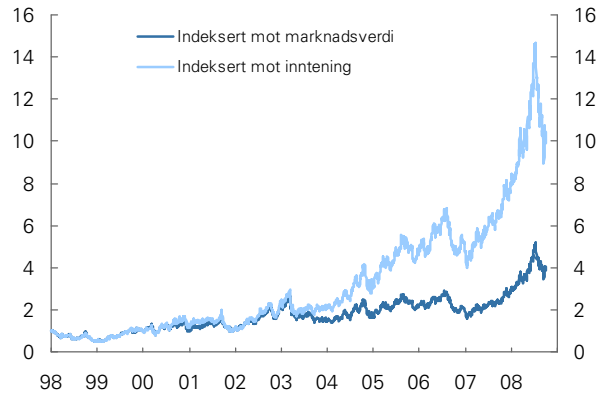
Figur6-4 Annualisert volatilitet, prosent



Figur 6-6 viser utviklinga i kjøpekraft til eit fat olje relativt til utviklinga i marknadsverdien på den globale aksjemarknaden. Vi ser at eit fat olje i 2008 har kunna kjøpe meir enn tre gonger så stor del av aksjemarknaden som då fondet starta aksjeinvesteringar i 1998. Men sidan verdsetjinga av aksjemarknadene har falle relativt til den underliggjande innteninga i bedriftene, er biletet endå klårare dersom analysen tek utgangspunkt i kor stor eksponering mot faktisk inntening i bedriftene eigarskap i aksjemarknaden gir. I 2008 har sal av eit fat olje og kjøp av internasjonale aksjemarknader gitt ei eksponering mot faktisk inntening i bedriftene som er meir enn ti gonger høgare enn kva som var tilfelle i 1998.

Resultatet av utviklingstrekk som er omtalte her, er at eigardelane Staten Pensjonsfond – utland har i dei internasjonale aksjemarknadene er raskt stigande, sjå figur 6-7. Dette kjem både av innfasinga av ein høgare aksjedel i porteføljen og at byteforholdet mellom petroleumsressursar og eigenkapitalinvesteringar er vesentleg gunstigare enn tidlegare i fondshistoria.

Figur 6-5 Kjøpekrafta til eit fat olje i aksjemarknaden

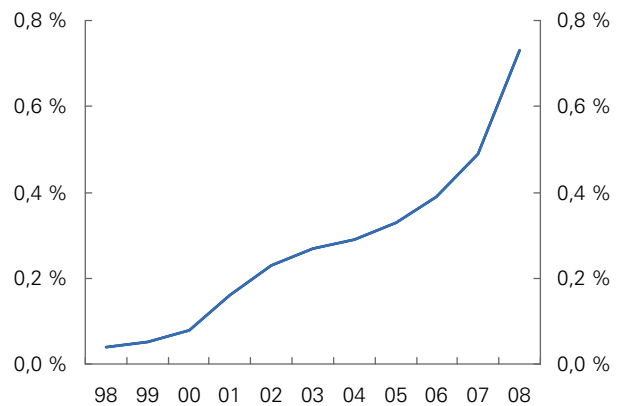


Figur 6-6 Verdien av oljeproduksjonen i verda relativt til marknadsverdien på FTSE World Indeks



Kjelde: BP, Ecowin

Figur 6-7 Gjennomsnittleg eigardel i aksjemarknaden





Rekneskapsrapportering

Resultatrekneskap og balanse

Resultatrekneskap

(tal i millionar kroner)

	Til no i året				
	3. kv. 2007	3. kv. 2008	31.12.2007	30.9.2007	30.9.2008
<i>Resultat frå finansielle egedelar ekskl. valutakursreguleringar</i>					
Renteinntekter innskot i utanlandske bankar	70	113	431	298	335
Renteinntekter utlån knytte til tilbakesalsavtalar	9 940	3 390	33 564	26 080	12 636
Netto inntekt/kostnad – gevinst/tap frå:					
- aksjar og andelar	-5 615	-162 980	41 627	65 152	-299 477
- obligasjonar og andre renteberande verdipapir	20 031	-11 775	19 750	6 445	-24 290
- finansielle derivat	109	-9 165	5 265	7 397	-6 003
Rentekostnad innlån knytt til tilbakekjøpsavtalar	-8 263	-5 179	-32 509	-24 295	-16 469
Andre rentekostnader	-28	-38	-118	-174	-279
Andre kostnader	-42	6	-179	-139	93
Sum resultat frå forvaltning før valutakursreguleringar	16 202	-185 628	67 831	80 765	-333 455
Valutakursreguleringar	-99 302	185 712	-146 412	-168 968	127 643
Sum resultat	-83 100	83	-78 581	-88 203	-205 811
Påkommen forvaltingsgodtgjering	-482	-408	-1 783	-1 320	-1 370
Resultat etter forvaltingsgodtgjering tilført kronekonto	-83 582	-325	-80 364	-89 523	-207 181

Balanse

(tal i millionar kroner)

	31.12.2007	30.9.2007	30.9.2008
EIGEDELAR			
FINANSIELLE EIGEDELAR			
Innskot i utanlandske bankar	23 905	26 626	14 104
Utlån knytt til tilbakesalsavtalar	669 607	698 791	383 538
Aksjar og andelar	945 113	854 437	1 115 384
Obligasjonar og andre renteberande papir	1 120 540	1 105 502	1 218 268
Finansielle derivat	2 094	4 110	0
Andre krav	5 229	23 489	62 922
SUM FINANSIELLE EIGEDELAR	2 766 488	2 712 955	2 794 216
GJELD OG EIGARKAPITAL			
FINANSIELL GJELD			
Kortsiktig innlån	187	1 703	573
Innlån knytt til tilbakekjøpsavtalar	710 898	727 477	623 410
Finansielle derivat	0	0	12 090
Uoppgjorde handlar	33 480	51 471	30 820
Anna gjeld	3 185	0	7 373
Skuldig forvaltingsgodtgjering	1 783	1 320	1 370
SUM FINANSIELL GJELD	749 533	781 970	675 635
Eigarkapital	Note 3	2 016 955	2 118 581 *)
SUM GJELD OG EIGARKAPITAL	2 766 488	2 712 955	2 794 216

*) Balansen visar ein total verdi for eigarkapital som er 72 millionar kroner lågare enn den som kjem fram i månadsbalansen for september for Noregs Bank. Dette kjem av forhold som er avdekte etter framlegging av månadsbalansen.

Fondsrekneskapen er ein del av, og er utdrag frå, Noregs Banks balanse og rekneskap.

Note 1. Rekneskapsprinsipp

Delårsrekneskapen for tredje kvartal er utført i samsvar med rekneskapsprinsippa for Noregs Bank vedtekne av Representantskapet 13. desember 2007. Ein omtale av dei rekneskapsprinsippa som er lagde til grunn ved avlegging av rekneskapen, kjem fram i årsrekneskapen for 2007.

Delårsrekneskapen inneheld ikkje all informasjon som er kravd i ein fullstendig årsrekneskap, og bør lesast i samanheng med årsrekneskapen for 2007.

Utarbeiding av rekneskapsrapporteringa for Noregs Bank inneber bruk av estimat og vurderingar som kan påverke eigedelar, gjeld, inntekter og kostnader. Under rekneskapsprinsipp i årsrekneskapen for 2007 er det gjort nærare greie for vesentlege estimat og føresetnader.

Note 2. Forvaltingskostnader

Forvaltingsavtalen mellom Finansdepartementet og Noregs Bank fastset prinsippa for den godtgjeringa Noregs Bank skal ta mot for forvaltninga av Statens pensjonsfond – Utland. For 2008 skal ho dekkje dei faktiske kostnadene banken har, føresett at desse kostnadene er lågare enn eit tak på 0,10 prosent av den gjennomsnittlege marknadsverdien av fondet. I tillegg blir honorar til eksterne forvaltarar dekte som følgje av oppnådd meiravkastning. Avtalar om avkastningsavhengige honorar er gjorde med dei fleste eksterne aktive forvaltarar, etter prinsipp som er godkjende av Finansdepartementet.

Rekna om til årleg rate utgjorde dei samla kostnadene 0,09 prosent av gjennomsnittleg marknadsverdi av fondet i perioden januar – september 2008, sjå tabellen under. Sett bort frå avkastningsavhengige honorar til eksterne forvaltarar utgjorde kostnadene 0,07 prosent av marknadsverdien. Til samanlikning utgjorde tilsvarande kostnader 0,08 prosent av marknadssverdi i same periode 2007.

Forvaltingskostnader. I tusen kroner og i prosent av marknadsverdien av fondet. Tre første kvartal 2007 og 2008

Kostnadskomponent	Januar – september 2008		Januar – september 2007	
	1 000 kroner	Prosent	1 000 kroner	Prosent
Interne kostnader	495 637		447 754	
Kostnader til depot og oppgjør	215 967		207 671	
Minimumshonorar til eksterne forvaltarar	262 695		396 237	
Avkastningsavhengige honorar til eksterne forvaltarar	259 721		198 394	
Andre kostnader	135 771		69 513	
Sum alle forvaltingskostnader	1 369 791	0,09	1 319 569	0,09
Sum forvaltingskostnader, eksklusive avkastningsavhengige honorar	1 110 070	0,07	1 121 175	0,08

Note 3 Eigars kapital

(tal i millionar kroner)

	30.9.2008	31.12.2007	30.9.2007
Innskot kronekonto per 1.1	2 016 956	1 782 139	1 782 139
Tilførsel i året	308 806	315 180	238 369
Resultat tilført kronekonto	-205 811	-78 581	-88 203
Eigarkapital før fråtrekk av forvaltingsgodtgjering	2 119 951	2 018 738	1 932 305
Forvaltingsgodtgjering til Noregs Bank	-1 370	-1 783	-1 320
Eigarkapital – Innskot kronekonto	2 118 581	2 016 955	1 930 985

Note 4. Utlån av verdipapir

Sum utlån av verdipapir gjennom eksterne utlånsprogram utgjorde 435,1 milliardar kroner per 30. september 2008. For dette er det stilt sikkerheit for 461,7 milliardar kroner. Av den stille sikkerheita er 202 milliardar kroner reinvesterte i tilbakesalsavtalar og obligasjonar. Stilt sikkerheit og reinvesteringar er ikkje inkluderte i balansen per 30. september 2008, i tråd med bankens rekneskapsprinsipp.

Total avsetning for urealisert verditap på reinvestert stilt kontantsikkerheit var 5,1 milliardar kroner per 30. september 2008. Per 31. desember 2007 var tilsvarande avsetning 3,1 milliardar kroner. Verditapet er rekna ut på bakgrunn av marknadsverdi på reinvesteringane. Av dette er 4,1 milliardar kroner urealisert tap basert på verdsetjing ved bruk av ordinære priskjelder (fordelt på 1,9 milliardar kroner for verdipapiriserte obligasjonar, 1,2 milliardar kroner for selskapsobligasjonar og 1 milliardar kroner for structured investment vehicles), mens 1 milliardar kroner er likviditetsfrådrag i samband med prisjusteringsmetoden (sjå note 5). Det er rekneskapsført eit urealisert verditap på desse reinvesteringane for dei første ni månadene av året på 2 milliardar kroner. Dette kjem fram på resultatlinja netto inntekt/kostnad og gevinst/tap frå obligasjonar og andre renteberande verdipapir. Denne delen av reinvesteringprogrammet vart frosen for eit år sidan, og investeringane vil bli reduserte etter kvart som obligasjonane går til forfall.

Note 5. Verdsetjing av finansielle instrument

I september månad auka uroa i finansmarknadene og uvisse rundt prising av enkeltinstrument var større enn normalt. Uvisse er i denne perioden likevel rekna til å vera avgrensa for hovuddelen av fondsinvesteringane. Hovuddelen av behaldninga i verdipapir og finansielle derivat, målt i marknadsverdi, blir verdsett ved bruk av marknadsprisar som kan observerast. Det blir innhenta prisar frå fleire kjelder og er etablert ein prosess for kvalitetssikring for å sikre at det blir brukt uavhengige prisar som i størst mogleg grad speglar verkeleg verdi.

Der ein ikkje har tilgjengeleg marknadsprisar som kan observerast fordi det ikkje finst nokon aktiv marknad for instrumentet, bruker ein modellar i verdsetjinga av porteføljens posisjonar. Dette gjeld somme illikvide obligasjonar, inkludert verdipapiriserte obligasjonar, og OTC-derivat. For dei fleste av desse bruker ein marknadsdata som kan observerast som input til modellane, mens ein mindre del blir verdsett ved bruk av avleidde eller estimerte data. Det vil vere størst uvisse knytt til om den resulterande prisen

reflekterer verkeleg verdi for den siste kategorien. Delen av instrument som er omfatta av modellprising, har auka noko i kvartalet.

Verdsetjingsmetodane innan gruppa som omfattar modellprising ved bruk av avleidde eller estimerte data, inkluderer bruk av ein prisjusteringsmetode for særskilde verdipapiriserte instrument. Metoden er etablert gjennom analysar og diskusjonar med ulike aktørar i marknaden (prisleverandørar, meklarar og eksterne forvaltarar) og er meint å ta omsyn til den nemnde uvisse knytt til prising av slike instrument. Metodane inneber at verdien av enkelte typar verdipapiriserte instrument, inklusive "Structured Investment Vehicles," er nedjustert gjennom eit uvisse-/likviditetsfrådrag på den verdien som er rapportert frå ordinære priskjelder. Storleiken på likviditetsfrådraget er avhengig av vurdert uvisse i prisen frå prisingskjelda.

Uvisse knytte til verdsetjing for fondet blir vurdert som størst for instrumenta som er med i denne prisjusteringa. Desse investeringane består av verdipapiriserte obligasjonar (ABS, RMBS og CMBS) og enkelte Structured Investment Vehicles med ein total marknadsverdi på ca 80 milliardar kroner. Det er rekneskapsført eit likviditetsfrådrag for desse instrumenta på 3 milliardar kroner pr 30. september 2008. Likviditetsfrådraget ved kvartalsslutt er rekneskapsført som urealisert tap på resultatlinja. Netto inntekt/kostnad og gevinst/tap frå obligasjonar og andre renteberande verdipapir.

Det er ikkje gjort nye investeringar i denne typen instrument i kvartalet.