

Folketrygdfondet forvalter

- Statens pensjonsfond Norge
- Statens obligasjonsfond



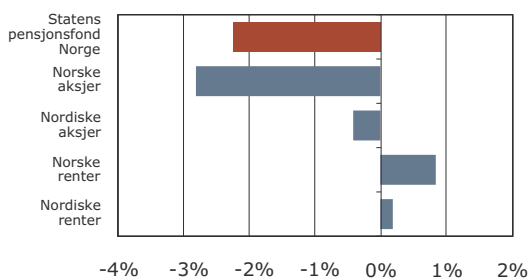
INNHOOLDSFORTEGNELSE

Nøkkeltall	1
Formål og litt historikk	2
Administrerende direktørs innledning	5
<hr/>	
Beretningsdel	
Årsberetning 2009	6
Styret i Folketrygdfondet	16
Markedsutviklingen	18
Statens pensjonsfond Norge	
<i>Forvaltningsmandat</i>	23
<i>Porteføljeutvikling og avkastning</i>	25
<i>Risikostyring og internkontroll</i>	31
Statens obligasjonsfond	
<i>Forvaltningsmandat</i>	36
<i>Porteføljeutvikling og avkastning</i>	37
<i>Risikostyring og internkontroll</i>	38
<hr/>	
Organisering av forvaltningen	
Folketrygdfondets administrasjon	41
<hr/>	
Temadel	
Avkastningsutviklingen over flere år – Statens pensjonsfond Norge	42
2000-tallet: fra optimisme til krise	48
<hr/>	
Årsregnskaper og revisjonsberetninger	
Årsregnskap for Folketrygdfondet	
<i>Resultatregnskap</i>	64
<i>Balanse</i>	65
<i>Kontantstrømoppstilling</i>	66
<i>Noter til regnskapet</i>	67
<i>Revisors beretning</i>	71
Årsregnskap for Statens pensjonsfond Norge	
<i>Resultatregnskap</i>	72
<i>Balanse</i>	73
<i>Noter til regnskapet</i>	74
<i>Revisors beretning</i>	87
Årsregnskap for Statens obligasjonsfond	
<i>Resultatregnskap</i>	88
<i>Balanse</i>	89
<i>Noter til regnskapet</i>	90
<i>Revisors beretning</i>	95

Statens pensjonsfond Norge – nøkkeltall

		2005	2006	2007	2008	2009
Resultat/avkastning						
Resultat	mill. kroner	15 861	17 385	10 409	-29 596	29 319
Avkastning totalporteføljen	prosent	9,0	11,1	9,8	-25,13	33,51
Referanseporteføljen totalt	prosent	10,8	10,0	7,2	-28,78	35,75
Avkastning norsk aksjeportefølje	prosent	32,0	32,1	16,4	-49,16	58,98
Referanseportefølje norske aksjer	prosent	40,5	32,4	11,5	-54,06	64,78
Avkastning nordisk aksjeportefølje	prosent	25,1	24,2	3,0	-32,75	17,62
Referanseportefølje nordiske aksjer	prosent	24,5	25,3	0,4	-37,47	21,68
Avkastning norsk renteportefølje	prosent	2,8	1,3	3,0	8,48	10,38
Referanseportefølje norske renter	prosent	3,7	0,7	3,2	7,84	8,33
Avkastning nordisk renteportefølje	prosent			2,5	23,49	-6,33
Referanseportefølje nordiske renter	prosent			2,7	24,62	-8,53
Markedsverdier						
Norske aksjer	mill. kroner	41 895	52 471	60 253	39 043	63 701
	prosent	21,9	49,1	51,6	44,5	54,4
Nordiske aksjer	mill. kroner	8 679	10 937	9 831	7 441	9 591
	prosent	4,5	10,2	8,4	8,5	8,2
Norske renter	mill. kroner	140 741	45 640	39 940	34 106	36 466
	prosent	73,6	40,7	34,2	38,9	32,0
Nordiske renter	mill. kroner			6 822	7 161	6 326
	prosent			5,8	8,1	5,4
Statens pensjonsfond Norge, kapital	mill. kroner	191 338	106 940	117 347	87 751	117 070

Bidrag til mindreakstning 2009



Svakere avkastning for den norske aksjeporteføljen enn for hovedindeksen på Oslo Børs ga isolert sett et bidrag til differanseavkastningen for Statens pensjonsfond Norge på -2,82 prosentpoeng. Tilsvarende ga svakere avkastning for den nordiske aksjeporteføljen i forhold til referanseporteføljen et bidrag på -0,42 prosentpoeng. Bedre avkastning for den norske og nordiske renteporteføljen enn deres respektive referanseporteføljer, ga positive bidrag på henholdsvis 0,83 og 0,18 prosentpoeng.

Statens obligasjonsfond – nøkkeltall

31.12.09

Resultat/avkastning

Resultat	mill. kroner	607
Avkastning investert kapital	prosent	13,08
Avkastning referanseporteføljen	prosent	N/A
Markedsverdi investeringer	mill. kroner	8 216
Kapitalen i Statens obligasjonsfond	mill. kroner	50 607

INNLEDNING

Folketrygdfondet

Folketrygdfondet er et særlovselskap heleid av staten med et eget styre oppnevnt av Finansdepartementet. For tiden er det 45 ansatte.

Folketrygdfondet er en langsiktig, finansiell kapitalforvalter som forvalter Statens pensjonsfond Norge og Statens obligasjonsfond på vegne av Finansdepartementet.

Kapitalen er plassert som innskudd i Folketrygdfondet, som forvalter midlene i eget navn. Det er en målsetting å oppnå høyest mulig avkastning over tid innenfor fastsatte investerings- og risikorammer.

Statens pensjonsfond Norge (SPN)

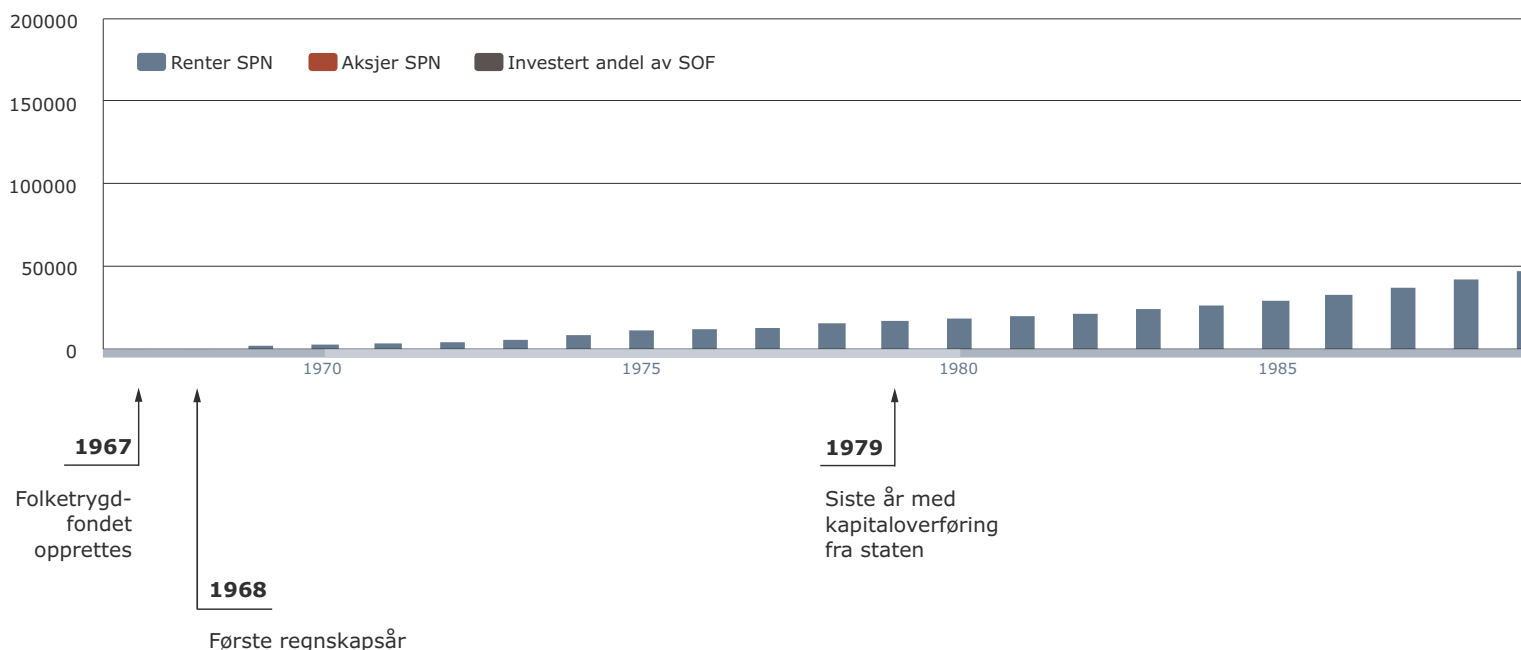
SPN er en del av Statens pensjonsfond og skal understøtte statlig sparing for finansiering av folketrygdens pensjonsutgifter.

Midlene kan plasseres i egenkapitalinstrumenter tatt opp til handel på regulert markedsplass i Norge, Danmark, Finland og Sverige, og i rentebærende instrumenter hvor utsteder er hjemmehørende i Norge, Danmark, Finland og Sverige, eller har egenkapital tatt opp til handel på regulert markedsplass i disse landene.

Finansdepartementet har fastsatt en strategisk referanseportefølje med 40 prosent rentebærende instrumenter og 60 prosent egenkapitalinstrumenter og en risikoramme som tilsier at forventet relativ volatilitet maksimalt skal være tre prosentpoeng.

LITT HISTORIKK

mill. kroner



Statens obligasjonsfond (SOF)

SOF ble opprettet i mars 2009 med en kapital på 50 milliarder kroner. Formålet er å bidra til økt likviditet i, og kapitaltilgang til, det norske kredittobligasjonsmarkedet.

Midlene kan plasseres i kontolån, innskudd og rentebærende instrumenter hvor utsteder er hjemmehørende i Norge. Plasseringene skal skje til markedsmessige vilkår, og det skal investeres sammen med andre investorer.

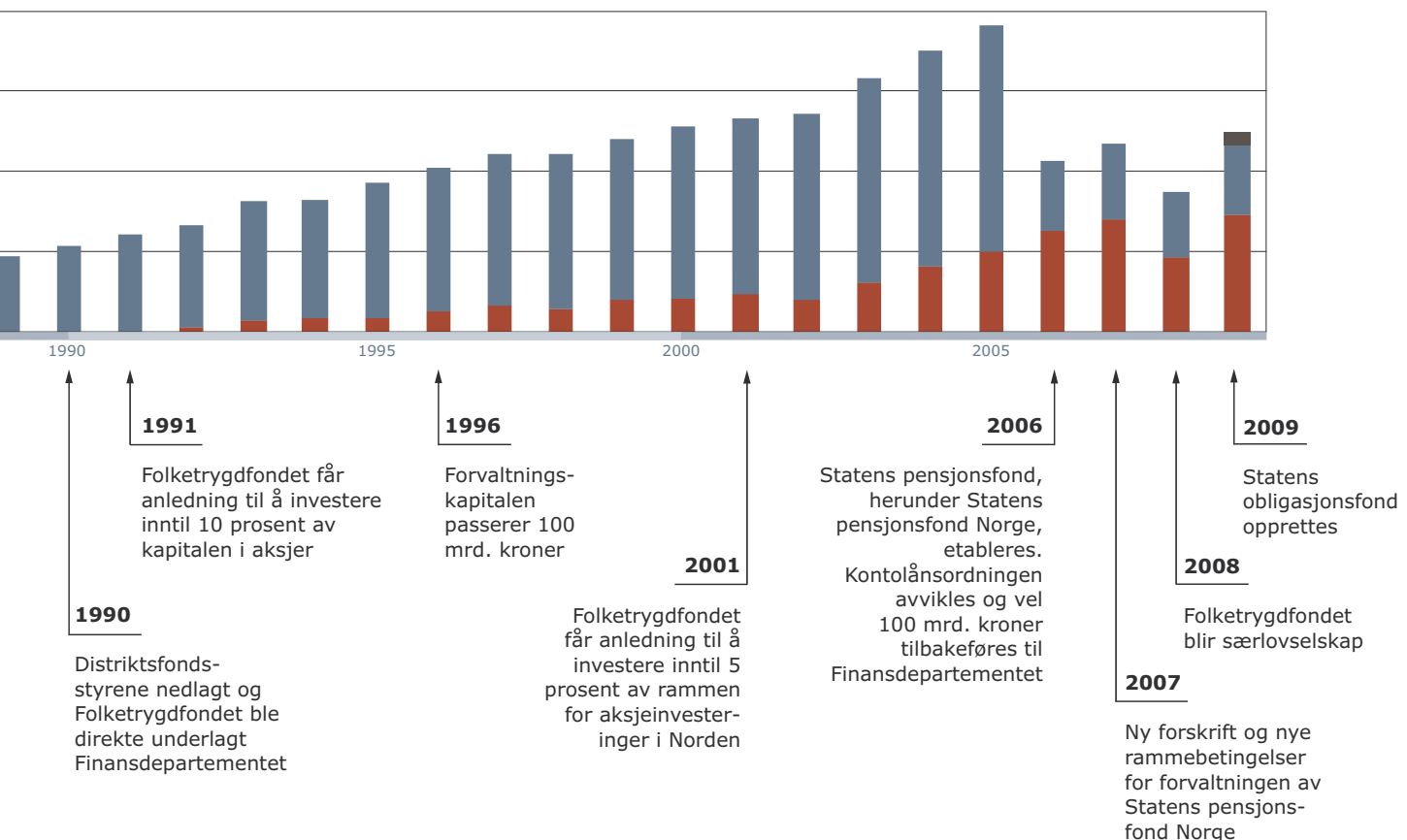
Inntil 30 prosent kan plasseres i obligasjoner utstedt av foretak som ikke er vurdert tilsvarende Standard & Poor's kredittvurdering BBB- eller bedre. Det kan ikke investeres i obligasjoner utstedt av foretak med kredittvurdering tilsvarende Standard & Poor's kredittvurdering CCC+ eller dårligere.

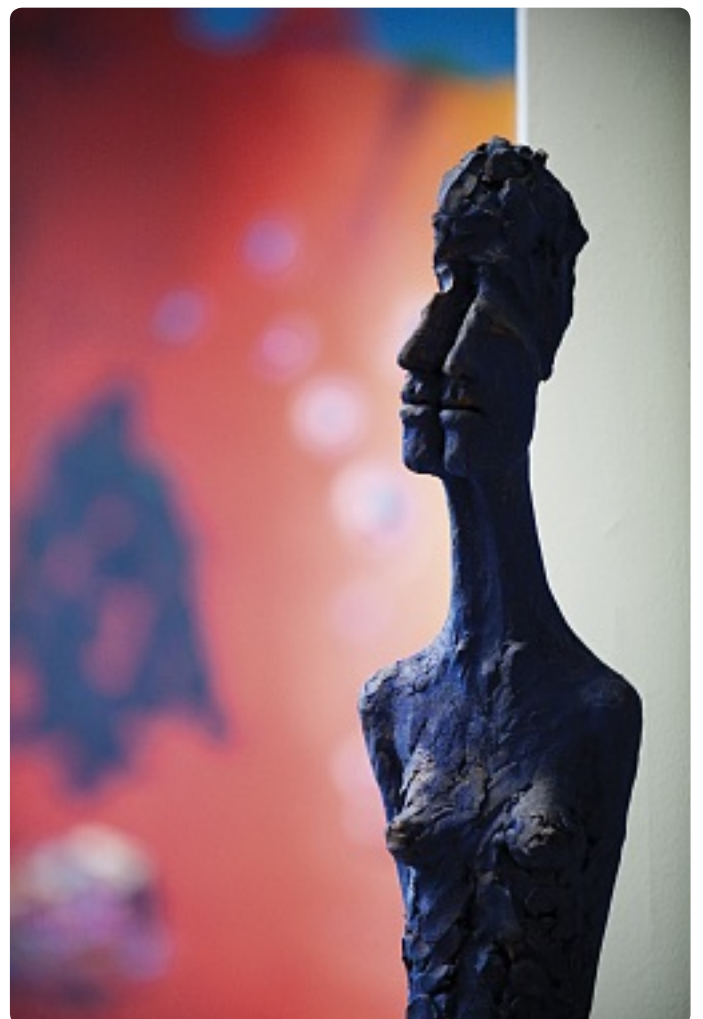
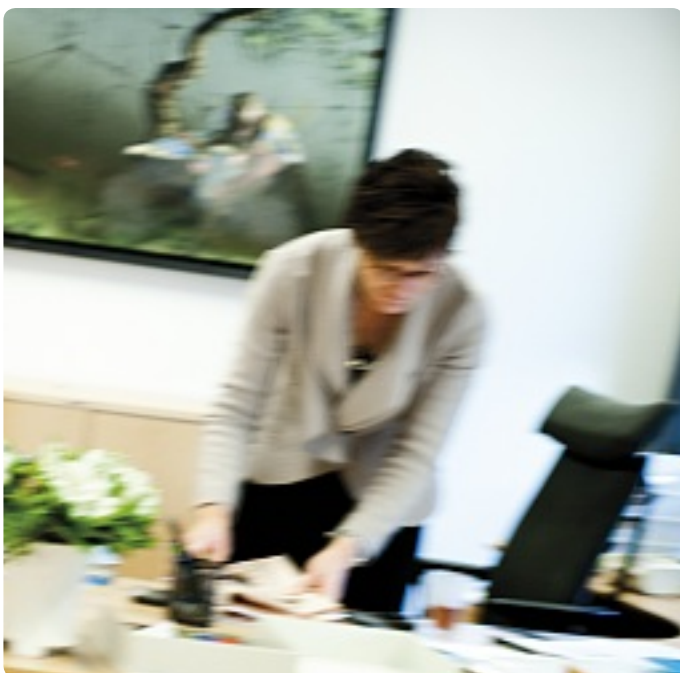
Rammeverk

Følgende rammeverk er gitt for Folketrygdfondet og forvaltningen av Statens pensjonsfond Norge og Statens obligasjonsfond:

- Lov av 29. juni 2007 nr. 44 om Folketrygdfondet
- Vedtekter for særlovselskapet Folketrygdfondet
- Lov av 21. desember 2005 nr. 123 om Statens pensjonsfond
- Lov av 6. mars 2009 nr. 13 om Statens obligasjonsfond
- Forskrift 7. november 2007 nr. 1228 om forvaltningen av Statens pensjonsfond Norge
- Forskrift 18. mars 2009 nr. 327 om forvaltningen av Statens obligasjonsfond
- Forskrift 10. november 2008 nr. 1264 om årsregnskap m.m. for Folketrygdfondet inkludert Statens pensjonsfond Norge
- Retningslinjer for forvaltningen av Statens pensjonsfond Norge med utfyllende bestemmelser til lov om Statens pensjonsfond og forskrift om forvaltning av Statens pensjonsfond Norge
- Forvaltningsavtale mellom Finansdepartementet og Folketrygdfondet

Rammeverket finnes tilgjengelig på Folketrygdfondets hjemmeside www.ftf.no





STERK INNHENTING, MEN FORTSATT KREVENDE TIDER

Vi har lagt bak oss to spesielle år i finansmarkedene. 2008 var det dårligste året i det norske aksjemarkedet siden 1930, med mer enn en halvering av aksjekursene. 2009 ble det tredje beste året, med en oppgang på 66 prosent. Finanskrisen høsten 2008 utløste kraftige offentlige tiltak for å sikre tilliten til det finansielle systemet og motvirke økonomisk nedgang. Tiltakene virket godt og oppgangen i finansmarkedene ble sterkere enn forventet. For Statens pensjonsfond Norge ble resultatet en avkastning på hele 33,5 prosent, hvilket tilsvarer 29,3 milliarder kroner. Ved utgangen av 2009 beløp kapitalen seg til 117 milliarder kroner som innebærer at verdifallet i 2008 er gjeninnhentet.

Folketrygdfondets siktemål er å oppnå en bedre avkastning over tid enn den referanseporteføljen Finansdepartementet har fastsatt. I fjor ble avkastningen 2,2 prosentpoeng svakere enn referanseporteføljen. For den norske og den nordiske renteporteføljen var avkastningen henholdsvis 2,1 og 2,2 prosentpoeng bedre enn referanseindeksene. For den norske og nordiske aksjeporteføljen var avkastningen henholdsvis 5,8 og 4,0 prosentpoeng svakere enn referanseindeksene. Folketrygdfondets langsiktige investeringsprofil har medført at aksjeporteføljene erfaringsmessig gir svakere avkastning enn referanseindeksene i perioder med sterk kursoppgang og bedre avkastning i nedgangsperioder. Samlet sett har Folketrygdfondet hatt en robust portefølje gjennom finanskrisen, og Statens pensjonsfond Norge har fått en årlig gjennomsnittlig meravkastning for 2008 og 2009 på 1,65 prosentpoeng. Også for de siste tre, fem og ti år kan det vises til meravkastning. Gjennom aktiv forvaltning har Folketrygdfondet dermed tilført porteføljen verdier ut over referanseporteføljens avkastning.

Vi har nå hatt to driftsår med det nye rammeverket for Folketrygdfondet og Statens pensjonsfond Norge. Dette rammeverket var også utgangspunkt ved etableringen av Statens obligasjonsfond i 2009. Det strukturelle rammeverket har bidratt til å styrke Folketrygdfondets rolle som finansiell investor og fungert på en hensiktsmessig måte gjennom finanskrisen. Mandatet for forvaltningen av Statens pensjonsfond Norge understøtter Folketrygdfondets rolle som langsiktig investor og bidrar til at vi kan opptre motsyklisk i aksjemarkedet. Mandatet for Statens obligasjonsfond har bidratt til å etablere et sikkerhetsnett i det norske kredittobligasjonsmarkedet.

Folketrygdfondet har gjennom finanskrisen og i urolige markeder lagt stor vekt på å ivareta våre oppgaver på en mest mulig betryggende og kostnadseffektiv måte. Det er i løpet av året gjennomført betydelige transaksjoner gjennom rebalansering

mellom aksjer og obligasjoner, forvaltningen av Statens obligasjonsfond er igangsatt og den operative forvaltningen utføres i samsvar med ledende internasjonal praksis. Folketrygdfondet har en kompetent og motivert organisasjon som har håndtert utfordringene som følge av krevende finansmarkeder og nye oppgaver på en tilfredsstillende måte.

Det er mange lærdommer å hente fra finanskrisen. Ikke minst er det nyttig å reflektere over den økonomiske og finansielle utviklingen som ledet til krisen. Forskerne Ådne Cappelen og Torbjørn Eika i Statistisk sentralbyrå gjør nettopp dette i en temaartikkel i årsrapporten med tittelen "2000-tallet: Fra optimisme til krise". Et tankevekkende utviklingstrekk er at i mange land har finanskrisen, som startet som en krise i privat finansvesen, gjennom redningsaksjoner blitt en statsgjeldskrise.

Nå viser utviklingen i verdensøkonomien tegn til ny vekst etter en historisk sterk konjunkturedgang. Det er imidlertid stor usikkerhet knyttet til styrken i oppgangen, og hva som vil skje når de offentlige stimulansene trekkes tilbake. De selskapene vi er investert i, opererer i krevende markeder og opplever stor usikkerhet om fremtidig vekst og konkurranseforhold. Med en strategisk aksjeandel på 60 prosent i Statens pensjonsfond Norge må vi være forberedt på betydelige svingninger i porteføljens avkastning. Folketrygdfondet vil være en langsiktig og ansvarsbevisst investor og eier i så vel gode som mer utfordrende tider. Vår målsetting er fortsatt å skape merverdier ut over referanseporteføljens avkastning gjennom god aktiv forvaltning over tid.



Oleug Svarva

Olaug Svarva
adm. direktør

FOLKETRYGDFONDET

Oppgaver og rammeverk

Folketrygdfondet er ansvarlig for den operative forvaltningen av Statens pensjonsfond Norge og Statens obligasjonsfond. Virksomheten er lokalisert i Oslo.

Ved inngangen til 2008 forelå det et nytt, samlet rammeverk for Folketrygdfondet og Statens pensjonsfond Norge. Det har i løpet av 2009 ikke vært vesentlige endringer i det etablerte rammeverket.

Som et virkemiddel for å bidra til økt likviditet i, og kapitaltilgang til, det norske kredittobligasjonsmarkedet, etablerte Finansdepartementet i mars 2009 Statens obligasjonsfond med 50 mrd. kroner. Folketrygdfondet fikk i oppdrag å forvalte Obligasjonsfondet. Statens obligasjonsfond er forankret i en egen lov, og Finansdepartementet har også gitt en egen forskrift om forvaltningen.

Basert på erfaringer fra to driftsår med det nye rammeverket for Folketrygdfondet og Statens pensjonsfond Norge samt etablering og nytt rammeverk for Statens obligasjonsfond i 2009, er det styrets vurdering at de forvaltnings- og styringsmessige endringer som har funnet sted i stor grad har bidratt til å styrke Folketrygdfondets rolle som en finansiell investor i det norske og nordiske verdipapirmarkedet. Det er også styrets vurdering at det strukturelle rammeverket som nå er etablert er hensiktsmessig for de oppgaver Folketrygdfondet er satt til å ivareta.

Forutsetningene for fortsatt drift er lagt til grunn ved avleggelse av regnskap både for Folketrygdfondet, Statens pensjonsfond Norge og Statens obligasjonsfond, og styret bekrefter at disse forutsetningene er til stede.

Resultatregnskap og balanse

Folketrygdfondet er et særlovselskap og er regnskapspliktig etter regnskapsloven og bokføringspliktig etter bokføringsloven. Med hjemmel i lov 29. juni 2007 nr. 44 om Folketrygdfondet § 12, har Finansdepartementet også fastsatt forskrift 10. november 2008 nr. 1264 om årsregnskap m.m. for Folketrygdfondet inkludert Statens pensjonsfond Norge.

Folketrygdfondets administrasjonskostnader beløp seg til 99,2 mill. kroner i 2009, mot 103,6 mill. kroner i 2008. Ved overgang

til særlovselskap overtok Folketrygdfondet i 2008 pensjonsforpliktelsen i Statens Pensjonskasse for de ansatte i Folketrygdfondet. Engangskostnaden på 15 mill. kroner knyttet til dette ble regnskapsført som personalkostnad og er inkludert i administrasjonskostnadene for 2008.

Folketrygdfondets rammebetingelser og målsettingen om at forvaltningen av Statens pensjonsfond Norge skal skje etter beste praksis, innebærer høye krav til styrings-, kontroll- og forvaltningssystemer. I tillegg har Folketrygdfondet i løpet av året fått ansvaret for forvaltningen av Statens obligasjonsfond. For å tilfredsstille fastsatte krav har Folketrygdfondet også i 2009 gjennomført et betydelig ressurs- og systemmessig løft.

Lønnskostnader, styrehonorarer og sosiale kostnader utgjorde 43 prosent av de samlede administrasjonskostnader i 2009, mot 47 prosent året før.

Folketrygdfondets pensjonsforpliktelse for ansatte som er medlemmer av Statens Pensjonskasse var ved utgangen av 2009 på 19,1 mill. kroner mot 16,6 mill. kroner ved utgangen av 2008.

Forvaltningshonoraret fra Statens pensjonsfond Norge til Folketrygdfondet dekker Folketrygdfondets kostnader og utgjorde 91 mill. kroner i 2009. Dette er om lag 10,4 basispunkter regnet som andel av inngående kapital. For 2008 var tilsvarende tall 89 mill. kroner, eller om lag 7,6 basispunkter av inngående kapital. En sammenligning fra det kanadiske analysefirmaet CEM Benchmarking viser at sammenlignbare fond i 2008 hadde kostnader på 16,3 basispunkter. Forvaltningshonoraret fra Statens obligasjonsfond til Folketrygdfondet utgjorde 8,1 mill. kroner i 2009. Dette er om lag 9,9 basispunkter av investert kapital ved utgangen av året.

Folketrygdfondets egenkapital var per 31. desember 2009 på 25,3 mill. kroner. Ved utgangen av 2008 var egenkapitalen 24,3 mill. kroner. Årets resultat på 1,0 mill. kroner er ført mot egenkapitalen.

Statens pensjonsfond Norge og Statens obligasjonsfond er plassert som kapitalinnskudd i Folketrygdfondet, og utgjorde 167 676,7 mill. kroner av samlet balanse på 167 736,6 mill. kroner per 31. desember 2009. Den resterende del av balansen

består av pensjonsforpliktelser på 19,1 mill. kroner, og annen kortsiktig gjeld på 15,5 mill. kroner.

Kontantstrøm fra driften består av renteinntekter på bankinnskudd, og var på 1,0 mill. kroner for 2009. Forskjellen mellom driftsresultat og kontantstrøm fra operasjonelle aktiviteter skyldes i hovedsak økning både i gjeld til Statens pensjonsfond Norge og annen kortsiktig gjeld. I tillegg har pensjonskostnadene vært 2,5 mill. kroner høyere enn innbetalingene til pensjonsordningen.

STATENS PENSJONSFOND NORGE

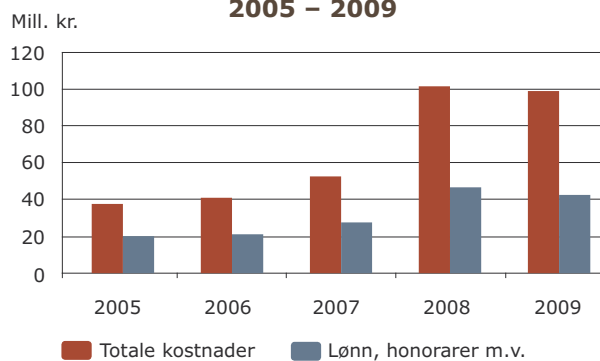
Resultatregnskap og balanse

Mens 2008 var preget av den svakeste aksjekursutviklingen for ett enkelt år siden 1930, har 2009 vært preget av en av de sterkeste kursoppgangene i samme periode. For aksjer på Oslo Børs har det vært en kursoppgang på i underkant av 65 prosent i løpet av året. Dette er den viktigste årsaken til det positive årsresultatet på 29 319 mill. kroner for Statens pensjonsfond Norge for 2009. I 2008 var det et negativt resultat på 29 596 mill. kroner. Årsresultatet inkluderer endring i urealiserte kursgevinster, og representerer økningen i kapitalen til Statens pensjonsfond Norge basert på markedsverdien av verdipapirporteføljen.

Årsresultatet på 29 319 mill. kroner består av et porteføljeresultat på 29 410 mill. kroner fratrukket forvaltningskostnader på 91 mill. kroner. Porteføljeresultatet fordeler seg med 2 731 mill. kroner i renteinntekter, utbytte på 2 004 mill. kroner, realisert gevinst på 980 mill. kroner, endring i urealisert gevinst på 23 592 mill. kroner og andre porteføljeinntekter på 103 mill. kroner. Årsresultatet er tillagt kapitalen i Statens pensjonsfond Norge per 31. desember 2009.

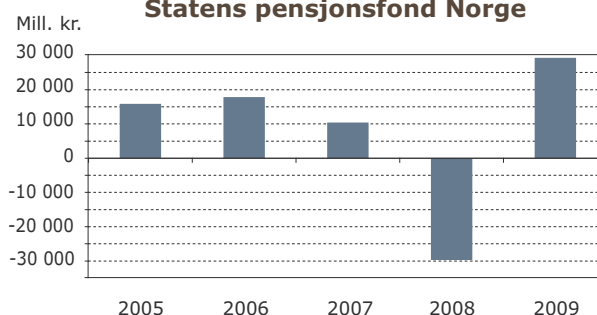
Kapitalen i Statens pensjonsfond Norge beløp seg ved årsskiftet til 117 070 mill. kroner mot 87 751 mill. kroner ved utgangen av 2008. Ved inngangen til det historisk turbulente og krevende året 2008 var kapitalen i Statens pensjonsfond Norge på 117 347 mill. kroner. 2009 har således vært et sterkt år som har resultert i at kapitalen ved utgangen av 2009 tilnærmet er tilbake på samme nivå som ved inngangen til 2008.

Folketrygdfondets administrasjonskostnader 2005 – 2009



Folketrygdfondets administrasjonskostnader har økt fra 37,9 mill. kroner i 2005 til 99,2 mill. kroner i 2009. I samme periode har bemanningen økt med 16 ansatte. Som i 2008 er det i 2009 gjennomført et betydelig arbeid for å tilfredsstille nye og høye krav som følge av endrede rammebetingelser. Årsaken til at andelen lønn, honorar etc. har gått ned fra 2008 til 2009 er kostnadsføringen av overtatt pensjonsforpliktelser ved overgangen til særlovsselskap i 2008.

Resultat 2005 – 2009, Statens pensjonsfond Norge



Resultatet i 2009 var på 29 319 mill. kroner. Dette betyr at kapitalen i Statens pensjonsfond Norge er tilbake på tilnærmet samme nivå som ved inngangen til kriseåret 2008.

Verdien av aksjeandelen i Statens pensjonsfond Norge beløp seg ved årsskiftet 2009 til 73 318 mill. kroner. Ved utgangen av 2008 beløp aksjeandelen seg til 46 484 mill. kroner. Beløpsmessig var den norske aksjeporteføljen på 63 706 mill. kroner, og den nordiske aksjeporteføljen på 9 612 mill. kroner ved utgangen av 2009. Tilsvarende beløp var ved utgangen av 2008 henholdsvis 39 043 mill. kroner for den norske, og 7 441 mill. kroner for den nordiske aksjeporteføljen.

Kapitalen i den norske renteporteføljen beløp seg ved årsslutt 2009 til 37 356 mill. kroner, og den nordiske renteporteføljen til 6 391 mill. kroner. Ved utgangen av 2008 var den norske renteporteføljen på 34 115 mill. kroner og den nordiske på 7 161 mill. kroner.

Avkastningsutviklingen

Avkastningen for Statens pensjonsfond Norge var 33,51 prosent i 2009. Dette er 2,24 prosentpoeng svakere enn den referanseporteføljen Finansdepartementet har fastsatt for Statens pensjonsfond Norge.

Både for den norske og den nordiske renteporteføljen er det oppnådd positive meravkastninger i 2009, henholdsvis 2,05 og 2,20 prosentpoeng, sammenlignet med referanseindeksene. Den sterke kursoppgangen i 2009 har bidratt til en mindreavkastning på henholdsvis 5,80 og 4,06 prosentpoeng for den norske og den nordiske aksjeporteføljen. Folketrygdfondets langsiktige investeringsprofil har erfaringsmessig medført at aksjeporteføljene gir lavere avkastning enn de respektive referanseindekser i perioder hvor kursoppgangen er sterk, og bedre avkastning i nedgangsperioder. Disse sammenhengene har også gjort seg gjeldende ved det betydelige kursfallet i aksjemarkedet i 2008 og den sterke kursoppgangen i 2009. For øvrig har markedene i 2009 steget både raskere og sterkere enn det Folketrygdfondet la til grunn ved inngangen til året, og særlig har undervektene i finanssektoren bidratt negativt til aksjeavkastningen.

Samlet sett har Folketrygdfondet likevel hatt en robust portefølje gjennom finanskrisen. Årlig gjennomsnittlig avkastning for Statens pensjonsfond Norge for 2008 og 2009 er på -0,02 prosent. Dette er 1,65 prosentpoeng bedre enn referanseporteføljen. For femårsperioden 2005-2009 har den gjennomsnittlige årlige avkastningen vært 5,86 prosent, som er 1,07 prosent-

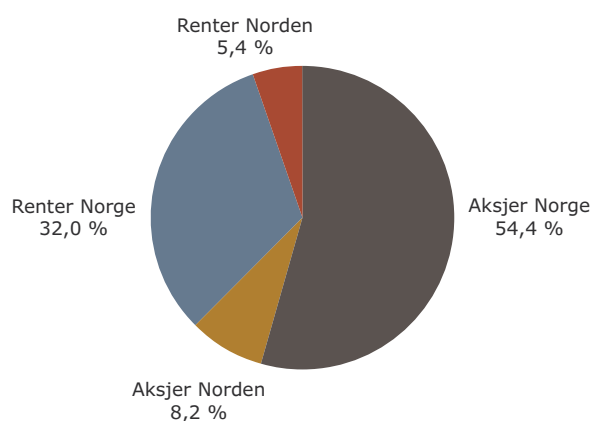
poeng bedre enn referanseporteføljen i tilsvarende periode. For tiårsperioden 2000-2009 var den gjennomsnittlige årlige avkastningen 6,77 prosent, som gir en meravkastning på 0,52 prosentpoeng. Det vises til egen redegjørelse om referanseindekser, risikomål og avkastningsutvikling i årsrapporten.

Aksjeporteføljene

Markedsverdien av aksjeplasseringene beløp seg ved siste årsskifte til 73 292 mill. kroner mot 45 628 mill. kroner året før. Aksjeplasseringene er fordelt med 63 701 mill. kroner på den norske aksjeporteføljen og 9 591 mill. kroner for aksjer notert på børs i Danmark, Finland og Sverige (nordiske aksjer). I tillegg kommer bankplasseringer tilknyttet aksjeporteføljene med henholdsvis 1 mill. kroner på den norske og 40 mill. kroner på den nordiske aksjeporteføljen.

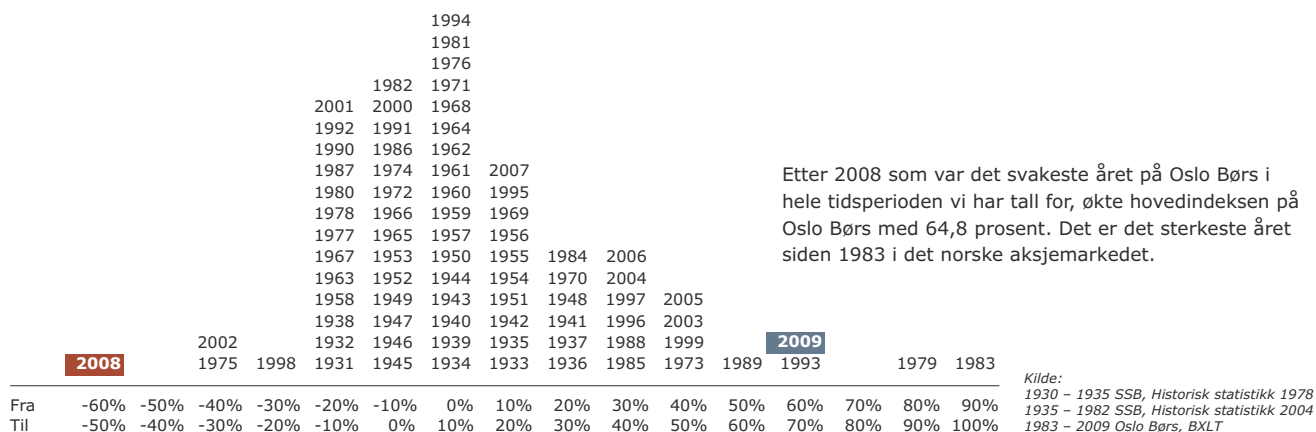
I den norske aksjeporteføljen var det ved siste årsskifte investert i totalt 53 selskaper notert på Oslo Børs, mot 49 året før. Investeringene i nordiske aksjer omfattet i alt 116 selskaper ved utgangen av 2009. Ved utgangen av 2008 var tilsvarende tall 112 selskaper.

Porteføljens sammensetning per 31.12.09



Ved utgangen av 2009 utgjorde aksjeandelen i Statens pensjonsfond Norge 62,6 prosent, mens renteandelen var på 37,4 prosent. 86,4 prosent var plassert i Norge, mens den resterende andelen var investert i aksjer og rentebærende papirer i Danmark, Finland og Sverige.

Oslo Børs årlig avkastning 1930 – 2009



Per 31. desember 2009 utgjorde aksjeporteføljen 62,6 prosent av kapitalen. Av dette utgjorde den norske aksjeporteføljen 54,4 prosentpoeng, og nordiske aksjer 8,2 prosentpoeng.

Avkastningen for den norske aksjeporteføljen ble 58,98 prosent for 2009, mens avkastningen for referanseindeksen OSEBX er 64,78 prosent. Den årlige gjennomsnittlige avkastningen for den norske aksjeporteføljen for perioden 2008 og 2009 er -10,10 prosent, som er en meravkastning på 2,89 prosentpoeng sammenlignet med referanseindeksens -12,99 prosent. For femårsperioden 2005-2009 er gjennomsnittlig avkastning 10,38 prosent. Referanseindeksens avkastning i samme periode var 9,44 prosent. For perioden 2000-2009 har den gjennomsnittlige årlige avkastningen vært på 8,73 prosent, mens avkastningen for referanseindeksen var 6,31 prosent.

De nordiske aksjeplasseringene fikk siste år en avkastning på 17,62 prosent, mens referanseindeksen VINX Benchmark hadde en avkastning på 21,68 prosent. Gjennomsnittlig avkastning de siste to årene er -11,06 prosent, og dette er 1,75 prosentpoeng bedre enn referanseindeksen. For femårsperioden 2005-2009 er avkastningen 4,82 prosent, mens referanseindeksen hadde en avkastning på 3,58 prosent. Den nordiske aksjeporteføljen ble opprettet i 2001, og det foreligger derfor ikke 10-års-historikk for denne porteføljen.

Renteporteføljene

Markedsverdien av renteplasseringene beløp seg per 31. desember 2009 til 43 271 mill. kroner. Norske renteplasseringer utgjorde 36 944 mill. kroner og nordiske renteplasseringer 6 327 mill. kroner. I tillegg kommer bankinnskudd på 1 618 mill. kroner fordelt med 1 567 mill. kroner på den norske renteporteføljen og 51 mill. kroner på den nordiske renteporteføljen. Det er også inngått Repo-handler for 1 106 mill. kroner.

For den norske renteporteføljen ble resultatet siste år en avkastning på 10,38 prosent, mens avkastningen for referanseindeksen var på 8,33 prosent. Den nordiske renteporteføljen hadde en avkastning på -6,33 prosent, hvilket er 2,20 prosentpoeng bedre enn referanseindeksens avkastning på -8,53 prosent. Som følge av bestemmelser i gjeldende rammeverk er den nordiske renteporteføljen ikke valutakurssikret. En sterkere kronekurs har således bidratt negativt til avkastningen.

Gjennomsnittlig avkastning for den norske renteporteføljen siste to år har vært 9,43 prosent, 1,35 prosentpoeng bedre enn referanseindeksen. For den nordiske renteporteføljen har gjennomsnittlig avkastning i samme periode vært 7,55 prosent, noe som gir en meravkastning på 0,78 prosentpoeng sammenlignet med referanseindeksen. Den nordiske renteporteføljen ble opprettet i 2007, samme år som det ble gitt ramme for å investere

i rentebærende papirer i Danmark, Finland og Sverige. Av den grunn foreligger det ikke årlige avkastningstall for den nordiske renteporteføljen for perioden før 2007.

For femårsperioden 2005-2009 var den gjennomsnittlige årlige avkastningen for den norske renteporteføljen 5,13 prosent, mens referanseindeksen i samme periode hadde en avkastning på 4,72 prosent. For perioden 2000-2009 har den gjennomsnittlige årlige avkastningen til den norske renteporteføljen vært 6,32 prosent. Avkastningen for referanseindeksen var 6,40 prosent i tilsvarende periode.

Rammer og risiko

Det er Finansdepartementet som fastsetter den referanseporteføljen avkastningen til Statens pensjonsfond Norge skal måles mot. Den strategiske referanseporteføljen er satt sammen av 60 prosent aksjer og 40 prosent renter. Både aksjer og renter har en regionfordeling med 85 prosent Norge og 15 prosent Danmark, Sverige og Finland.

Finansdepartementet fastsetter hvor stor risiko, målt ved forventet relativ volatilitet, Folketrygdfondet kan ta i den aktive forvaltningen av Statens pensjonsfond Norge. Finansdepartementet har fastsatt at den forventede relative volatiliteten, som begrenser hvor mye den faktiske porteføljen kan avvike fra referanseporteføljen, maksimalt kan være tre prosentpoeng. Tidlig i juni 2009 ble forventet relativ volatilitet målt til 2,88 prosentpoeng, etter at finanskrisen fikk økt vekt i datagrunnlaget for den modellen som brukes i risikoberegningene. For å sikre at forvaltningen holdt seg under rammen på tre prosentpoeng, ble det gjennom porteføljeendringer iverksatt tiltak for å redusere forventet relativ volatilitet.

I tillegg til de rammer Finansdepartementet har fastsatt, har Folketrygdfondets styre i henhold til beste praksis fastsatt egne rammer for markeds-, kreditt-, motparts- og valutakursrisiko i forbindelse med forvaltningen av Statens pensjonsfond Norge. Det vises for øvrig til nærmere utdyping i noteverket samt ytterligere omtale av temaene i årsrapporten.

Hovedindeksen ved Oslo Børs (OSEBX) var referanseindeks for den norske aksjeporteføljen i 2009, mens aksjeindeksen VINX Benchmark (VINXB) var referanseindeks for den nordiske aksjeporteføljen.

Referanseporteføljen for den norske renteporteføljen var satt sammen av en privat del og en statsdel. Statsdelen hadde en vekt på 30 prosent ved inngangen til hver måned, og besto av renteindeksen Barclays Capital Treasury Norway. Den private delen hadde en vekt på 70 prosent ved inngangen til hver måned, og besto av Barclays Capital Aggregate Norway. For den nordiske renteporteføljen er obligasjonsindeksen Barclays Capital Global Aggregate Scandinavia brukt som referanseportefølje. Det vises for øvrig til eget kapittel i årsrapporten med omtale av forvaltningsmandatet for 2009, hvor det er gitt mer utdypende informasjon knyttet til referanseporteføljen.

Høsten 2008 ble det iverksatt rebalansering av referanseporteføljen til Statens pensjonsfond Norge. Rebalanseringsregimet som er etablert innebærer at den faktiske referanseporteføljen under gitte omstendigheter bringes tilbake mot de strategiske vektene som er fastsatt av Finansdepartementet for aktivklasser (aksjer og obligasjoner) og regioner (Norge og Norden). Hensikten med rebalanseringsregimet er å sikre at den faktiske porteføljen over tid samsvarer med den strategiske referanseporteføljen som representerer eierens avveining mellom avkastning og risiko på lang sikt.

Rebalanseringen som startet høsten 2008 ble fullført i første kvartal 2009. I alt ble det gjennom rebalanseringene i 2008 og 2009 kjøpt aksjer for 17,3 mrd. kroner. Høsten 2009 ble det gjennomført en ny rebalansering, denne gangen som følge av oppgangen i aksjemarkedet. Det ble da solgt aksjer for 7,3 mrd. kroner. Som en konsekvens av rebalanseringsregimet har Folketrygdfondet som forvalter av Statens pensjonsfond Norge vært en betydelig kjøper av aksjer gjennom finanskrisen. Videre har rebalanseringsregimet medført at deler av aksjekjøpet ble reversert gjennom aksjesalg som følge av kursoppgangen høsten 2009. Kjøpene gjennom finanskrisen økte beholdningen av norske aksjer med over 30 prosent. Etter salgene høsten 2009, utgjør nå aksjer kjøpt under finanskrisen 22 prosent av porteføljen av norske aksjer. Det er styrets oppfatning at det etablerte rebalanseringsregimet virker etter hensikten.

Som aktiv forvalter søker Folketrygdfondet å utnytte sin kompetanse til å foreta avvik fra referanseporteføljens sammensetning innenfor de fire delporteføljene. I forvaltningen legges det vekt på at aktive investeringsbeslutninger baseres på kvantitative og

kvalitative vurderinger av enkeltsselskaper, sektorer, markedsutvikling og makroøkonomiske forhold. Folketrygdfondet har fordel av å kunne operere med et stabilt rammeverk og regulatoriske forhold som gjøre det mulig å investere motsyklisk i perioder preget av sterk optimisme eller pessimisme. Dette bidrar til at det er mulig å opprettholde en langsiktig investeringshorisont. Folketrygdfondets styre gjennomgår de investeringsstrategiske forutsetningene, og oppdateres gjennom året om markedsmessige forhold som kan ha investeringsmessig betydning.

Det er styrets vurdering at Folketrygdfondet har et betryggende risikostyringssystem i henhold til beste praksis, og at de fastsatte risikorammer ligger på et forsvarlig nivå. Den forventede relative volatiliteten har i hele 2009 ligget innenfor den ramme på tre prosentpoeng som Finansdepartementet har fastsatt. Styret vil imidlertid understreke at det er viktig at en slik risikoramme relaterer seg til Folketrygdfondets langsiktige investeringshorisont.

Eierskapsutøvelse

Styret i Folketrygdfondet er av den oppfatning at aktiv eierskapsutøvelse er en viktig forutsetning for å sikre langsiktig verdiskaping, og for at Folketrygdfondet skal være en ansvarlig og langsiktig finansiell investor og eier. Styret har derfor fastsatt retningslinjer og prinsipper for Folketrygdfondets eierskapsutøvelse og etikk. Folketrygdfondets etiske prinsipper for investeringsvirksomheten gjelder for hele porteføljen.

Folketrygdfondet er en stor investor i det norske markedet, og ved siste årsskiftet utgjorde den norske aksjeporteføljen 4,41 prosent av samlet markedsverdi for aksjer notert på Oslo Børs. Ved utgangen av 2008 var tilsvarende andel 4,17 prosent. Det er styrets vurdering at store eierandeler i norske selskaper medfører et særlig eieransvar i de selskaper vi er investert i, både for å sikre våre finansielle verdier og for å bidra til at det er et velfungerende finansmarked. Dette forholdet forsterkes ved at om lag halvparten av aksjonærene i norske selskaper ikke møter på generalforsamlinger. For Folketrygdfondet er det et bærende prinsipp at eierskapsutøvelsen er en integrert del av investeringsvirksomheten. Erfaringen er at god eieroppfølging krever innsikt og kunnskap om blant annet selskapenes drift, strategier for verdiskaping, rammebetingelser, eierstyring og selskapsledelse. Dette er nødvendig for at Folketrygdfondet skal opptre med troverdighet og forvente å oppnå resultater i eierskapsutøvelsen.

Styret ønsker mest mulig åpenhet om de retningslinjene som ligger til grunn for Folketrygdfondets eierskapsutøvelse og etiske forvaltning. Retningslinjer og prinsipper er derfor offentliggjort, og det utarbeides en årlig eierrapport som oppsummerer aktiviteter og synspunkter knyttet til Folketrygdfondets eierskapsutøvelse og arbeid med etisk forsvarlige investeringer i det foregående år.

Sammen med landets største institusjonelle investorer deltar Folketrygdfondet i prosjektet Bærekraftig verdiskaping – Investorsamarbeid for å fremme en bærekraftig utvikling og langsiktig verdiskaping i norske, børsnoterte selskaper.

Folketrygdfondet har formelt sluttet seg til og signert FNs prinsipper for ansvarlige investeringer. FNs prinsipper for ansvarlige investeringer er et initiativ av United Nations Environment Programme Finance Initiative og FNs Global Compact.

I 2009 har Folketrygdfondet også blitt en deltagende investor i Carbon Disclosure Project 2010. Carbon Disclosure Project er en uavhengig ikke-kommersiell organisasjon. Organisasjonen sender årlig ut en undersøkelse til verdens største børsnoterte selskaper med spørsmål knyttet til klimaendringer og klimagassutslipp. Basert på mottatte svar, har Carbon Disclosure Project etablert verdens største database av bedrifters håndtering av klimagassproblematikken. Som deltagende investor får Folketrygdfondet tilgang til denne databasen.

Aktiv forvaltning

I 2009 igangsatte Finansdepartementet en bredt anlagt prosess knyttet til evalueringen av den aktive forvaltningen av Statens pensjonsfond utland. Departementet bestilte tre innspill i forbindelse med dette prosjektet, henholdsvis fra en gruppe bestående av internasjonalt anerkjente eksperter, fra konsulent-selskapet Mercer og fra Norges Bank.

Finansdepartementet har bedt Folketrygdfondet kommentere relevansen av de tre innspillene i relasjon til aktiv forvaltning i Statens pensjonsfond Norge. Folketrygdfondets styre har diskutert ulike problemstillinger knyttet til aktiv kontra passiv forvaltning av Statens pensjonsfond Norge, og Folketrygdfondets kommentarer i relasjon til de tre forannevnte innspillene ble sendt Finansdepartementet i brevform i januar 2010.

Det er styrets oppfatning at særtrekkene ved det norske aksjemarkedet, samt størrelsen til Statens pensjonsfond Norge og den lange investeringshorisonten, gjør at en avkastningsorientert og ansvarsbevisst investeringsvirksomhet forutsetter aktiv forvaltning. Aktiv forvaltning styrkes dessuten av at Folketrygdfondet over lang tid har tilført verdier utover referanseporteføljens avkastning gjennom aktive investeringsvalg med relativt sett lave forvaltningskostnader.

Som en stor og langsiktig finansiell investor og eier på Oslo Børs er Folketrygdfondet opptatt av at markedet er velfungerende og at prisingen i størst mulig grad gjenspeiler selskaperes reelle verdier. Folketrygdfondet ser det som en naturlig og viktig oppgave for en stor investor å ha et syn på prisingen av verdipapirene. Slik deltakelse forutsetter aktiv forvaltning. Tilstedeværelse av aktive forvaltere vil også bidra til et bedre fungerende marked. Det er dessuten styrets oppfatning at eierskapsrollen blir betydelig bedre ivaretatt gjennom en aktiv forvaltning av porteføljen, og som stor aksjonær i norske selskaper er utøvelse av ansvarlig eierskap en viktig oppgave for Folketrygdfondet.

Folketrygdfondets styre mener derfor at aktiv forvaltning av Statens pensjonsfond Norge også fremover vil være den beste måten å skape merverdier på for fondet. Gjennom ansvarsbevisst investeringsvirksomhet og god eierskapsoppfølging vil Folketrygdfondets investeringsfilosofi best bidra både til å sikre Statens pensjonsfond Norges finansielle verdier på lang sikt og et velfungerende finansmarked.

Andre forhold

EU-domstolen fastslo i en prinsippavgjørelse sommeren 2009 at det vil være i strid med prinsippet om fri flyt av kapital/fri etableringsrett å ilegge et utenlandsk selskap kildeskatt når et sammenlignbart nasjonalt selskap ikke skattlegges tilsvarende. Folketrygdfondet har på denne bakgrunn fremsatt krav overfor henholdsvis danske, finske og svenske skattemyndigheter om tilbakebetaling av uriktig betalt kildeskatt, med om lag 200 mill. kroner.

Grunnlaget for kravet er at sammenlignbare fond som Statens pensjonsfond Norge i de nevnte land ikke ilegges skatt tilsvarende kildeskatt. Tilbakebetalingskravene gjelder perioden 2003-2009

avhengig av hva som antas å føre frem i det enkelte land i forhold til foreldelsesfrister. Kravene ble fremsatt før nyttår 2009, og det er usikkert når endelig avgjørelse vil foreligge.

STATENS OBLIGASJONSFOND

Resultatregnskap og balanse

Statens obligasjonsfond (heretter også Obligasjonsfondet) ble opprettet 18. mars 2009 ved at 50 mrd. kroner ble overført fra Finansdepartementet som et kapitalinnskudd til Folketrygdfondet. Det foreligger derfor ikke sammenlignbare regnskapstall fra tidligere år.

Ved utgangen av første driftsår kan det vises til et positivt årsresultat på 607 mill. kroner. Årsresultatet består av et porteføljeresultat på 615 mill. kroner fratrukket forvaltningskostnader på vel 8 mill. kroner. Porteføljerresultatet fordeler seg med renteinntekter på 244 mill. kroner, gevinst på valutasikringsinstrumenter 6 mill. kroner, urealiserte gevinster 290 mill. kroner og andre porteføljeinntekter 75 mill. kroner. Årsresultatet er tillagt kapitalen i Statens obligasjonsfond per 31. desember 2009.

Kapitalen i Statens obligasjonsfond beløp seg ved årsskiftet til 50 607 mill. kroner. Av dette var 8 199 mill. kroner plassert i obligasjoner og sertifikater, 17 mill. kroner i valutasikringsinstrumenter og renteswapper og 42 417 mill. kroner sto som bankinnskudd.

Det fremgår av forskrift 18. mars 2009 nr. 327 om forvaltningen av Statens obligasjonsfond at Folketrygdfondet innen 31. desember 2013 skal forelegge en plan for avvikling av Obligasjonsfondet for Finansdepartementet.

Porteføljen

Ved utgangen av 2009 var Obligasjonsfondets plasseringer fordelt på i alt 40 utstedere. I første halvår var aktiviteten i første rekke konsentrert om selskaper med god kredittverdighet (BBB- eller bedre). Etter hvert som markedet for gode kreditter ble bedre, økte også interessen for selskaper med svakere kredittverdighet. Om lag 29,7 prosent av plasseringene var ved utgangen av året plassert i selskaper som ikke er klassifisert som investment grade. Den maksimale grensen for slike plasseringer er 30 prosent av fondets midler.

Rammer og risiko

Finansdepartementets avkastningsforventninger for plasseringene vil uttrykkes gjennom fastsettelse av en referanseindeks. En slik indeks vil først tre i kraft når investert kapital når 10 mrd. kroner.

Obligasjonsfondets midler skal plasseres i obligasjonslån hvor utsteder er hjemmehørende i Norge. Plasseringene skal skje til markedsmessige vilkår, og det er derfor et krav om at det skal investeres sammen med andre investorer. Videre er det ved erverv av mer enn 30 prosent av volumet av nye låneopptak, og mer enn 50 prosent av lånevolumene i annenhåndsmarkedet, stilt særlige dokumentasjonskrav for å sikre at kravene til markedsriktig prising oppfylles.

Av hensynet til risikobegrensning er det fastsatt visse minstekrav til plasseringene. Dette omfatter enkelte kvantitative rammer for sektorfordeling, samt krav til at kredittverdigheten ikke skal være svakere enn B- i henhold til Standard and Poor's klassifisering. Disse avgrensningene gjør det likevel mulig for Obligasjonsfondet å investere i et bredt utvalg av selskaper.

I tillegg til de rammer Finansdepartementet har fastsatt, har Folketrygdfondets styre i henhold til beste praksis fastsatt egne rammer for kreditt-, motparts- og valutakursrisiko i forbindelse med forvaltningen av Obligasjonsfondet. Det vises for øvrig til nærmere utdyping i noteverket samt ytterligere omtale av temaene i årsrapporten.

Det er styrets oppfatning at opprettelsen av Obligasjonsfondet har vært viktig for aktiviteten i det norske obligasjonsmarkedet og kapitaltilgangen til norske selskaper. Selv om en relativt liten andel av Obligasjonsfondet er investert, har Obligasjonsfondets deltagelse i emisjoner ofte vært avgjørende for å få plassert lånene i markedet. Det er også grunn til å anta at Obligasjonsfondets rolle som sikkerhetsnett har bidratt til å stabilisere markedet. Kravet om markedsriktig prising har imidlertid forutsatt at også andre eksterne investorer deltar. I forbindelse med nyemisjoner har dette i stor grad vært styrende for hvilken rente det har vært mulig for utsteder å oppnå.

FOLKETRYGDFONDETS STYRE OG ADMINISTRASJON

Folketrygdfondets styre har avholdt ni styremøter i 2009. Styrets varamedlemmer deltar på styreseminaret som avholdes hver høst. Styremedlem Per Arne Olsen ble høsten 2009 innvalgt på Stortinget, og har av den grunn søkt seg fritatt fra sitt styreverv i Folketrygdfondet. Styret vil i denne forbindelse takke Per Arne Olsen for hans innsats som styremedlem i Folketrygdfondet siden 1992. Tor Mikkel Wara er oppnevnt som nytt styremedlem for perioden frem til 30. juni 2012.

Styret har fastsatt at Folketrygdfondet skal følge forskrift om risikostyring og internkontroll fastsatt av Finanstilsynet og benytte prinsippene i rammeverket fra Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission, COSO, i arbeidet med risikostyring og internkontroll.

Folketrygdfondets styre har også fastsatt prinsipper for styring av Folketrygdfondets operasjonelle risiko. Folketrygdfondets internkontroll og måling og styring av operasjonell risiko skal være i tråd med beste praksis. For å nå denne målsettingen er det også i 2009 arbeidet systematisk med internkontroll og risikostyring. I løpet av året er det gjennomført risikoanalyser for å identifisere risikoer Folketrygdfondet er utsatt for, og aktuelle risikoreducerende tiltak er vurdert og iverksatt.

Styret har inngått avtale med KPMG om internrevisjon for å sikre uavhengige risikovurderinger, kvalitetssikring av rutiner og etterlevelse av styrets retningslinjer. I tillegg forestår Ernst & Young eksternt revisjon av Folketrygdfondet, Statens pensjonsfond Norge og Statens obligasjonsfond. Ernst & Young gjennomfører også attestasjonsoppdrag knyttet til Folketrygdfondets internkontrollsystem i bred forstand, herunder styrets rolle, samt overholdelse av bestemmelser gitt i lov om Folketrygdfondet samt forskrift, utfyllende retningslinjer og forvaltningsavtale fastsatt av Finansdepartementet. I tillegg verifiserer Ernst & Young Folketrygdfondets etterlevelse av GIPS-standard. Riksrevisjonen fører kontroll med forvaltningen av statens interesser, og kan foreta undersøkelser hos Folketrygdfondet etter lov 7. mai 2004 nr. 21 om Riksrevisjonen. Styret anser kontrollsystemene i Folketrygdfondet som gode, og det er ikke avdekket vesentlige operasjonelle feil i driften.

Det er i 2009 utbetalt i alt 6,2 mill. kroner i lønn og godtgjørelser til ledende ansatte i forvaltningen i Folketrygdfondet. Av dette utgjorde om lag 1,9 mill. kroner lønn og godtgjørelse til administrerende direktør. Styret har mottatt honorarer på om lag 1,2 mill. kroner i 2009, hvorav styrets leder har mottatt i overkant av 0,2 mill. kroner. Det er ingen avtale om bonuser og opsjoner mellom selskapet og dets ledelse. Det er ingen avtale mellom styrets leder og eier utover honoraret. Det vises for øvrig til egen note til Folketrygdfondets regnskap med nærmere orientering vedrørende lønn og godtgjørelse.

For å kunne utøve en betryggende kapitalforvaltning i henhold til nytt rammeverk og beste praksis, har Folketrygdfondet de siste tre årene gjennomført en betydelig oppbemanning. Folketrygdfondets organisasjon begynner nå å nærme seg den størrelsen som er hensiktsmessig for å kunne ivareta forvaltningen av Statens pensjonsfond Norge og Statens obligasjonsfond på en god måte. Ved utgangen av 2009 hadde Folketrygdfondet 42 ansatte, mot 30 ansatte året før. Andelen kvinner utgjorde 45 prosent. Folketrygdfondets ledergruppe besto ved årsskiftet av åtte personer, hvorav fire kvinner. Innen de ulike faggruppene er det ikke identifisert lønnsforskjeller som kan relateres til kjønn. Folketrygdfondet har heller ikke avdekket kjønnsmessige forskjeller med hensyn til arbeidstidsordninger eller kompetanseutviklingsmuligheter innen de ulike faggruppene.

Organisasjons- og utviklingsarbeidet har som siktemål at Folketrygdfondet skal være en kvalitativt god organisasjon med et respektert og faglig sterkt investeringsmiljø. Folketrygdfondet er en kompetansevirksomhet. En stor del av medarbeiderne har høy teoretisk utdanningsbakgrunn, og mange har i tillegg lang erfaring fra finansmarkedene. For å opprettholde og videreutvikle kompetansen legges det stor vekt på tiltak som gir faglig kompetansestyrking for den enkelte medarbeider.

Arbeidsmiljøet i Folketrygdfondet vurderes å være godt. Sykefraværet var siste år på i underkant av 2,0 prosent. Av dette utgjorde egenmeldingsfraværet 0,7 prosent. Det har ikke forekommet arbeidsulykker i løpet av året som har resultert i personskader. Folketrygdfondets virksomhet er ikke regulert av konsesjoner eller pålegg av miljømessig karakter. Virksomheten, som omfatter kontordrift, forurenser i liten grad det ytre miljø.

Styret er innforstått med at 2009 har vært et krevende år for Folketrygdfondets organisasjon. Det har vært uvanlig store svingninger i de markedene som Folketrygdfondet opererer i, Statens obligasjonsfond ble etablert og igangsatt i løpet av svært kort tid, det er gjennomført betydelige systemmessige løft internt og det har vært en stor prosentvis økning i antall ansatte det siste året. Etter styrets vurdering har organisasjonen vist fleksibilitet og dyktighet under meget krevende forhold, og har ivarett forvalteroppgavene både av Statens pensjonsfond Norge og Statens obligasjonsfond på en ansvarsbevisst og betryggende måte.

Styret er tilfreds med at den innsatsen som er gjort har resultert i et positivt resultat på 29 319 mill. kroner for Statens pensjonsfond Norge, noe som gjør at kapitalen er tilbake på tilnærmet samme nivå som for to år siden. Den norske og den nordiske renteporteføljen har hatt meravkastninger på henholdsvis 2,05 og 2,20 prosentpoeng. Den ekstraordinært høye meravkastningen kan henføres til den markedsuro som finanskrisen skapte. Folketrygdfondet var godt posisjonert for økte rentepåslag for kredittobligasjoner, og som en langsiktig investor var det mulig å utnytte dette i en periode hvor volatiliteten i markedet var ekstremt høy. Styret erkjenner at sterk aksjekursoppgang har medvirket til en mindreakkastning for

Vesentlige eksterne tjenesteleverandører

Folketrygdfondet er forpliktet til å informere om vesentlige eksterne tjenesteleverandører og eksterne forvaltere som benyttes. Med bakgrunn i dette opplyses at det ikke er benyttet eksterne forvaltere i 2009. Vesentlige eksterne tjenesteleverandører har i løpet av året vært (alfabetisk rekkefølge):

Atea AS
Crescore AS
Davinci Devoteam AS
DigiSys AS
Ernst & Young AS
Inmeta Structurum AS
J.P.Morgan N.A
KPMG AS
Moody's K.M.V
Price Waterhouse Coopers
RiskMetrics Group
Sherpa Integration Consulting AS
SimCorp Norge AS
SPK Forsikring

totalporteføljen sammenlignet med referanseindeksen på 2,24 prosentpoeng for Statens pensjonsfond Norge i 2009. Imidlertid kan det også fastslås at Folketrygdfondet har oppnådd meravkastning både når man ser de to siste år under ett og i mer langsiktige perspektiv på fem og ti år.

Styret vil rette en takk til alle medarbeiderne i Folketrygdfondet for den innsatsen som ytes og de resultater som er oppnådd.

FREMTIDSUTSIKTER


Ved inngangen til 2009 var vi midt i en omfattende finanskriser med sterk nedgang i internasjonal økonomi og finansmarkeder som ikke var velfungerende. Ved inngangen til 2010 ser vi

imidlertid tegn til stabilisering og oppgang i verdensøkonomien. Investorene viser større vilje til å ta risiko, og de offentlige tiltak som er iverksatt har bidratt til å stabilisere finansmarkedene. Store budsjettunderskudd og høy statsgjeld i enkelte land har imidlertid bidratt til å skape uro i obligasjonsmarkedet, og det er fremdeles betydelig usikkerhet blant annet knyttet til styrken i den økonomiske oppgangen. Med en strategisk aksjeandel på 60 prosent i Statens pensjonsfond Norge er det derfor grunn til å være forberedt på fortsatt store svingninger i porteføljens avkastning. Målsettingen for Folketrygdfondet er å oppnå en bedre avkastning enn referanseporteføljen som er fastsatt av Finansdepartementet. Med store markedsfluktuasjoner og fortsatt usikre fremtidsutsikter, er styret innforstått med at det vil være utfordrende å skape meravkastning i forhold til de fastsatte referanseindekser.

Oslo, 11. mars 2010



Erik Keiserud
styrets leder



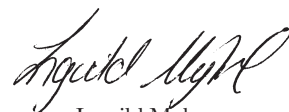
Mai-Lill Ibsen
styrets nestleder



Harald Ellefsen



Norvald Mo



Ingvild Myhre



Synnøve Nymo



Linda Orvedal



Reidar Viken



Tor Mikkell Wara



Bjarne Andersson
ansattevalgt representant

STYRET I FOLKETRYGDFONDET



Erik Keiserud, Oslo – styreleder, ble oppnevnt til Folketrygdfondets styre i 2006. Keiserud er partner i Advokatfirmaet Hjort og advokat med møterett for Høyesterett. Keiserud er også styreleder i Norsk Eiendomsinformasjon og Familien Blix Fond til fremme av medisinsk forskning. Keiserud er fast forsvarer i Høyesterett. Han har tidligere vært styreleder i Statens Bankinvesteringsfond, styremedlem i Narvesen ASA og Sparebank 1 Livsforsikring AS og leder av Administrasjonsstyret for UNI Storebrand 1992–1993.
Personlig varamedlem:
Wenche Nistad, Oslo



Mai-Lill Ibsen, Oslo – nestleder, ble oppnevnt til Folketrygdfondets styre i 2006. Ibsen er selvstendig næringsdrivende. Hun er også styremedlem i bl.a. ECO-Energi AS, Kebony ASA, KLP Banken AS, GIEK, Carnegie ASA, Unifor og Anders Jahres Fond. Videre er hun medlem av finanskomiteen i Kreftforeningen. Ibsen er tidligere adm. direktør i NOS ASA og leder av Citigroup i Norge.
Personlig varamedlem:
*Bernt Arne Odegård, Stavanger****



Harald Ellefsen, Trondheim, ble oppnevnt til Folketrygdfondets styre i 1998. Ellefsen er partner i Advokatfirmaet Steenstrup Stordrange DA, og er leder for firmaets kontor i Trondheim. Han er medlem av styret i Statskog og Kverva. Ellefsen er også medlem av kontrollkomiteen i Danica Pensjonsforsikring AS. Ellefsen er tidligere stortingsrepresentant, og var blant annet medlem av finanskomiteen i 1989–1997.
Personlig varamedlem:
Anne Berit Andersen, Søgne



Linda Orvedal, Flåm, ble oppnevnt til Folketrygdfondets styre i 2002. I perioden 1994–2002 var Orvedal varamedlem til Folketrygdfondets styre. Orvedal er førsteamanuensis ved Norges Handelshøyskole, Institutt for samfunnsøkonomi. Hun er også varamedlem til styret for Meteorologiske Institutt.
Personlig varamedlem:
Petter Bjærksund, Bergen



Reidar Viken, Høylandet,* ble oppnevnt til Folketrygdfondets styre i 2006. Viken er rådmann i Høylandet kommune. Viken er også styremedlem i Helseforetak Nord-Trøndelag og Høgskolen i Nord-Trøndelag. Han har tidligere vært medlem i kommunestyre og formannskap i Overhalla.
Personlig varamedlem:
*Camilla Bakken Øvald, Oslo**



Tor Mikkell Wara, Oslo,** ble oppnevnt til Folketrygdfondets styre i 2010. Wara er kommunikasjonsrådgiver i Wara Consulting. I tillegg til at han har mange års erfaring som kommunikasjonsrådgiver, bl.a. som partner i Geelmuyden, Kiese og Madland & Wara, har han bakgrunn som stortingsrepresentant, finanspolitisk talsmann og medlem av Oslo Bystyre.
Personlig varamedlem:
*Terje Søviknes, Os**



Norvald Mo, Oslo,*
fra Norheimsund i Hardanger, nå bosatt i Oslo, ble oppnevnt til Folketrygdfondets styre i 2008. Mo er rådgiver i Fellesforbundet. Han har tidligere bl.a. vært sekretær i Arbeiderpartiets stortingsgruppe, vararepresentant til Stortinget og politisk rådgiver og statssekretær på Statsministerens kontor.

*Personlig varamedlem:
Ottar Brage Guttelvik, Molde**



Ingvild Myhre, Oslo,*
ble oppnevnt til Folketrygdfondets styre i 2004. Myhre er partner i Rådgivende LOS. Ingvild Myhre er leder for styret i Simula Research Lab. samt styremedlem i Norsk Eiendomsinformasjon AS, Forskningsparken i Narvik, Telecomputing ASA, Simrad Optronics ASA, Datarespons ASA, Norsk Tipping og AS Backe.

*Personlig varamedlem:
Øyvind Bohren, Bærum**



Synnøve Nymo, Oslo,
ble oppnevnt til Folketrygdfondets styre i 2006. Nymo er seniorrådgiver i Arbeidsdepartementet. Hun har tidligere vært sjefsøkonom i Arbeidsgiverforeningen Spekter, og har også arbeidet i Finansdepartementet. Nymo var økonomisk rådgiver i Arbeiderpartiets stortingsgruppe i 1998–1999.

*Personlig varamedlem:
Oddbjørg A. Starrfelt, Bryne*



Bjarne Andersson,
ansattevalgt styrerepresentant, ble valgt som ansattes representant i styret fra 2008. Han har vært ansatt i Folketrygdfondet siden 1994. Andersson er Folketrygdfondets verneombud og arbeider som porteføljeforvalter i rente- og makroavdelingen. Han er utdannet siviløkonom ved Gøteborgs Universitet/Handelshøgskolan i Gøteborg.



Henning Lund,
ansattevalgt observatør, ble valgt som ansattes observatør i styret fra 2010. Han har vært ansatt i Folketrygdfondet siden 2009 som porteføljeforvalter i rente- og makroavdelingen. Lund er utdannet siviløkonom ved Norges Handelshøyskole i Bergen i 2004.

*Ansattevalgt vararepresentant:
Jørn Terje Krekling*

* Oppnevnt for perioden
01.07.2008 – 30.06.2012

** Oppnevnt for perioden
19.02.2010 – 30.06.2012

*** Oppnevnt for perioden
28.01.2009 – 15.05.2010

De øvrige er oppnevnt for perioden
15.05.2006 – 15.05.2010

MARKEDSUTVIKLINGEN

For verdensøkonomien ble 2009 samlet sett et år med direkte nedgang i bruttonasjonalproduktet. Anslag kan tyde på at nedgangen globalt ble om lag 1 prosent. Nedgangen rammet industrilandene særlig sterkt, mens fremvoksende økonomier i Asia som Kina, India og Sør Korea holdt veksten bedre oppe. De asiatiske økonomiene var også de som først kom ut av tilbakegangen i begynnelsen av året. De fleste land gjennomførte kraftige penge- og finanspolitiske tiltak mot tilbakeslaget. Uten dette ville nedgangen blitt enda dypere og mer langvarig.

I USA ble nedgangen kraftig forsterket etter at finanskrisen for alvor satte inn høsten 2008. Foruten svikten i det private konsumet og boligbyggingen, falt også næringslivets investeringer i fast realkapital sterkt. Fallet i bruttonasjonalproduktet (BNP) var særlig markert fra kvartal til kvartal omkring årsskiftet 2008-2009. Først i tredje kvartal 2009 ble veksten igjen positiv og i fjerde kvartal økte BNP med hele 5,7 prosent som årlig rate. Det var særlig lageroppbyggingen som trakk veksten opp. For året under ett, falt bruttonasjonalproduktet med 2,4 prosent, mot en vekst på 0,4 prosent året før.

I Euroområdet og i Storbritannia kom nedgangen litt senere enn i USA, men ble enda kraftigere. Det var i særlig grad svikt i eksporten som bidro til nedgangen. I Euroområdet og i Storbritannia falt vareeksporten med henholdsvis 23 prosent

og 13 prosent. Arbeidsledigheten økte imidlertid langt mindre enn i USA. For året under ett ble BNP-veksten henholdsvis -4,0 prosent i EMU og -4,9 prosent i Storbritannia, mot 0,6 prosent begge steder året før.

Japan var blant de land som fikk den aller sterkeste nedgangen i BNP-veksten. I første kvartal 2009 lå BNP 8,9 prosent lavere enn ett år tidligere. For året under ett kan BNP-veksten anslås til -5,0 prosent. I årets andre kvartal var veksten igjen positiv, og industriproduksjonen tok seg kraftig opp.

I Kina ble veksten i BNP forholdsvis høy også i 2009, etter at veksten hadde blitt betydelig redusert gjennom de to foregående år. Nedgangen i veksttakt hadde nær sammenheng med svikt i eksportveksten, mens den innenlandske etterspørselen til gjengjeld økte. Kina var blant de land som kom forholdsvis raskt i gang med sterkere vekst igjen tidlig 2009, og bidro dermed til omsvinget i internasjonal økonomi. For året 2009 under ett økte BNP med 8,5 prosent mot 9,6 prosent året før.

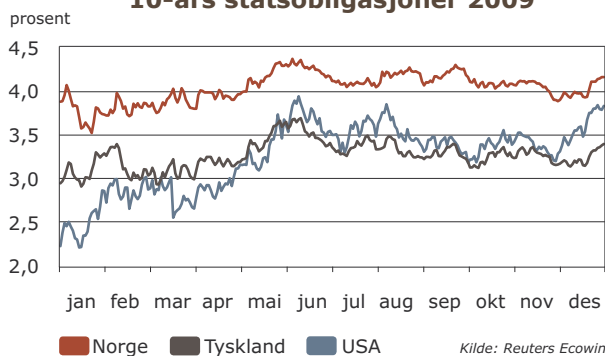
Også i de nordiske land ble bruttonasjonalproduktene redusert som følge av det internasjonale tilbakeslaget. Sterkest var nedgangen i Finland (-7,5 prosent) og i Danmark og Sverige med henholdsvis -5,0 og -4,4 prosent. I Norge gikk BNP for fastlandsøkonomien ned med 1,5 prosent, mens det var en økning på 2,1 prosent i 2008.

Konsumprisstigningen gjennom siste del av 2008 og første del av 2009 var avtakende i de fleste land. Det var i første rekke energiprisene og prisene på mat sammen med råvarer som gjorde utslaget. I løpet av andre halvår 2009 har konsumprisveksten på nytt vært tiltagende.

Rentemarkedet

Den amerikanske styringsrenten lå i hele 2009 på 0,25 prosent, mens renten på statsobligasjoner med to års løpetid økte fra 0,76 prosent til 1,14 prosent. I samme periode økte tiårsrenten

10-års statsobligasjoner 2009



Etter en markert renteoppgang i de lange amerikanske statsobligasjonsrentene i begynnelsen på året flatet rentene ut i andre halvår. Retningen på renteutviklingen har i grove trekk vært sammenfallende i de tre markedene, men de amerikanske rentene har ført an og har hatt større bevegelser. Den amerikanske renten har svingt fra 2,20 til 3,95 prosent. Tyske og norske renter har vist mindre variasjon. De tyske rentene har beveget seg fra 2,91 prosent på det laveste til 3,70 prosent på det høyeste, mens de norske rentene har variert mellom 3,52 prosent og 4,38 prosent.

med 1,63 prosentpoeng til 3,84 prosent. Renteoppgangen skyldes i stor grad økte inflasjonsforventninger som følge av bedre realøkonomiske utsikter, og større tilbud av statsobligasjoner for å finansiere finanskrisetiltakene.

I Europa senket Den Europeiske Sentralbanken (ECB) styringsrenten fire ganger i 2009, fra 2,5 prosent til 1,0 prosent. Som følge av dette falt toårsrenten fra 1,76 prosent til 1,33 prosent. Renten på statsobligasjoner med ti års løpetid økte imidlertid fra 2,95 prosent til 3,39 prosent som følge av oppgangen i amerikanske renter og usikkerhet knyttet til inflasjonsutvikling.

Også i Norge senket sentralbanken styringsrenten fire ganger, fra 3 prosent til 1,25 prosent. Tiltagende økonomisk vekst og bekymring for mulige bobletendenser, særlig i boligmarkedet, fikk imidlertid Norges Bank til å øke rentene igjen med til sammen 0,5 prosentpoeng ved hovedstyremøtene 29. oktober og 17. desember. Endringene i styringsrenten bidro til et fall i tremånedersrenten fra 4,02 prosent til 2,19 prosent gjennom året. Renten på statsobligasjoner med løpetid på to år falt med 0,25 prosentpoeng til 2,3 prosent. Som følge av oppgangen i lange renter internasjonalt steg også den norske tiårsrenten noe, med 0,27 prosentpoeng til 4,14

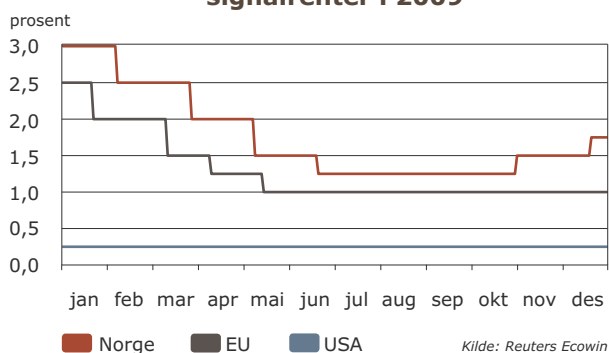
prosent. Rentekurven, uttrykt som forskjellen mellom tremånedersrenten og tiårs SWAP-rente, har blitt betydelig brattere i 2009.

Ved inngangen til året var denne forskjellen 0,55 prosentpoeng, mens den var 2,5 prosentpoeng ved utgangen av året. Dette er 1,5 prosentpoeng over gjennomsnittet for de siste fem år.

Det norske og internasjonale kredittmarkedet har i 2009 hatt en meget positiv utvikling som følge av omfattende stimulanse-tiltak. Europeiske banker har i gjennomsnitt fått bedret sin innlånskostnad med om lag 1,4 prosentpoeng på femårs innlån. For norske sparebanker har innlånskostnaden falt fra en margin over NIBOR på opp mot 2,5 prosentpoeng til om lag 0,75 prosentpoeng. For industriselskaper med god kredittverdighet (Investment Grade) har innlånskostnadene falt betydelig, fra et rentepåslag på om lag 5 prosentpoeng til rundt 1,5 prosentpoeng.

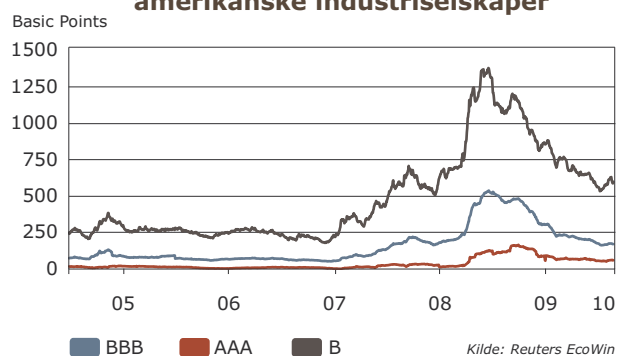
For selskaper med en svakere kredittverdighet (High Yield) har også innlånsmarginene falt betydelig. Ved inngangen til 2009 var kredittpåslaget opp mot 20 prosentpoeng, mens marginene ved utgangen av året var om lag 9 prosentpoeng. Dette er likevel betydelig over nivået fra før finanskrisen begynte å gjøre seg gjeldende.

Utviklingen i sentralbankenes signalrenter i 2009



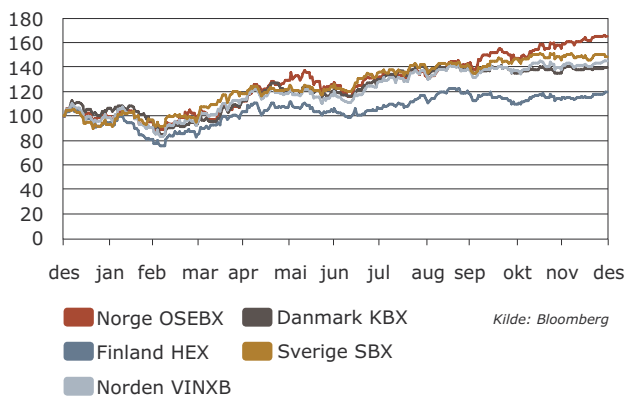
Den amerikanske styringsrenten lå i hele 2009 på 0,25 prosent. Norges Bank og den europeiske sentralbanken senket styringsrenten fire ganger med til sammen henholdsvis 1,75 og 1,50 prosentpoeng. Mot slutten av året hevet Norges Bank renten to ganger med til sammen 0,50 prosentpoeng.

Kredittpåslag over swap for amerikanske industriselskaper



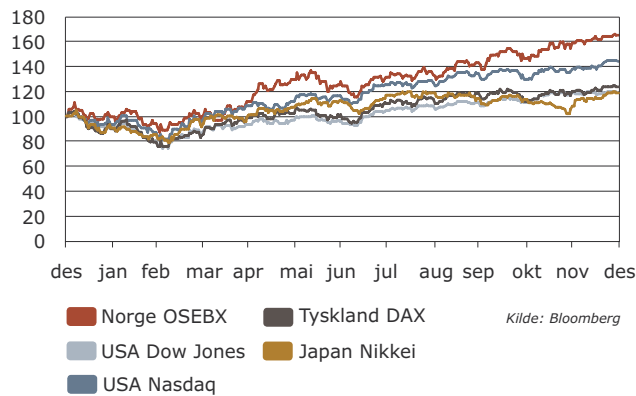
Kredittmarginene over swaprenten har kommet betydelig ned fra toppnivåene ved utgangen av 2008, men ligger fortsatt høyere enn før finansuroen startet.

De nordiske aksjeindeksene i 2009, indeksert



Etter en svak start på året, snudde utviklingen i første kvartal og alle de nordiske børsene oppnådde oppgang i 2009. Den finske børsen hadde den svakeste utviklingen med en oppgang på 20 prosent, mens det norske aksjemarkedet oppnådde sterkest utvikling med oppgang på over 60 prosent.

Oslo Børs hovedindeks og utenlandske aksjemarkeder i 2009, indeksert



Nedgangen i aksjemarkedene fra 2008 fortsatte inn i 2009, og nådde en bunn i første kvartal. Etter denne bunnen var det en jevn oppgang. Oslo Børs og den amerikanske teknologiindeksen Nasdaq kan vise til spesielt gunstig utvikling med økning på henholdsvis 65 og 44 prosent. De øvrige indeksene hadde en økning på rundt 20 prosent for året som helhet.

Aksjemarkedet

De internasjonale aksjemarkedene kom i 2009 sterkt tilbake etter en meget negativ utvikling i 2008. Finanskrisen og den økonomiske tilbakegangen har ikke blitt så dramatisk som fryktet. Statlige intervensjoner og tilføring av kapital til de store bankene hindret en kollaps i banksektoren, og dermed i hele det finansielle systemet. Statlige intervensjoner har særlig bidratt til at Kina har kunnet opprettholde en høy veksttakt i økonomien. Dette har medført en fortsatt sterk etterspørsel etter råvarer og energi.

Aksjemarkedene har fokusert på at fallet i de makroøkonomiske indikatorene har stoppet opp. Fortsatt er det imidlertid høy arbeidsledighet og liten aktivitet i det amerikanske eiendomsmarkedet. Mange industrisektorer har slitt med sviktende etterspørsel, og spesielt gjelder dette for bilindustrien i USA. For investorene har også lav avkastning i pengemarkedene bidratt til en strøm av kapital inn i aksjemarkedene. Flere selskaper, særlig innen bank og finans, har benyttet denne kapitaltilgangen til å hente inn mer egenkapital. Aksjemarkedene fikk enkelte tilbakeslag mot slutten av året med fokus på gjeldsproblemer i eiendomsselskaper i Dubai og flere europeiske land.

Ved inngangen til 2009 var oljeprisen på i underkant av 50 dollar per fat, etter at den hadde vært notert på over 140 dollar per fat sommeren 2008. Prisen falt ytterligere ned mot 40 dollar per fat tidlig på året, før den fra februar startet å stige jevnt til 77 dollar per fat ved utgangen av 2009. Med en sterk overvekt av oljesensitive aksjer har Oslo Børs hatt en lignende utvikling. I løpet av 2009 steg OSEBX-indeksen med 64,8 prosent.

De nordiske markedene hadde en sterk oppgang, med unntak av det finske markedet som var preget av vanskelige konkurranse- og markedsforhold for Nokia. Finland var opp 19,5 prosent (HEX-indeksen), mens Sverige var opp 48,7 prosent (SBX-indeksen). Danmark var opp 39,6 prosent (KBX-indeksen).

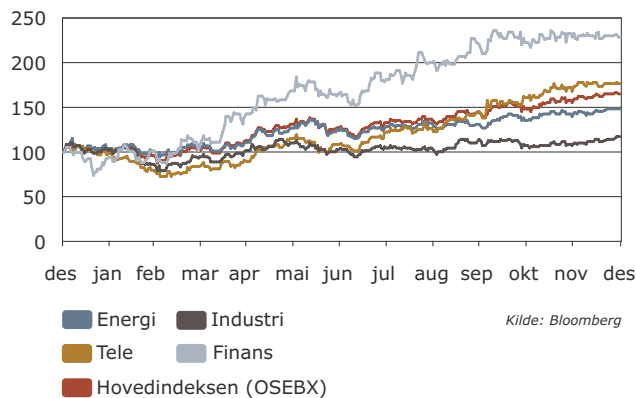
Oslo Børs var med sin oppgang på 64,8 prosent blant de beste markedene i verden, og hadde en bedre utvikling enn de toneangivende internasjonale børsene. I USA steg S&P 500-indeksen med 23,5 prosent, og IT-indeksen Nasdaq med 43,9 prosent. Det europeiske markedet målt ved FTSE Eurotop 100 steg med 24,2 prosent, mens den japanske Nikkei-indeksen steg med 19 prosent.

Ingen av delindeksene på Oslo Børs hadde nedgang i 2009. De sterkeste delindeksene var konsum, finans og IT-sektorene som steg med henholdsvis 152 prosent, 127 prosent og 102 prosent. I konsumsektoren steg fiskeoppdrettsaksjene mye. De svakeste sektorene var forsyning, industri og helse som steg med henholdsvis 3 prosent, 17 prosent og 27 prosent.

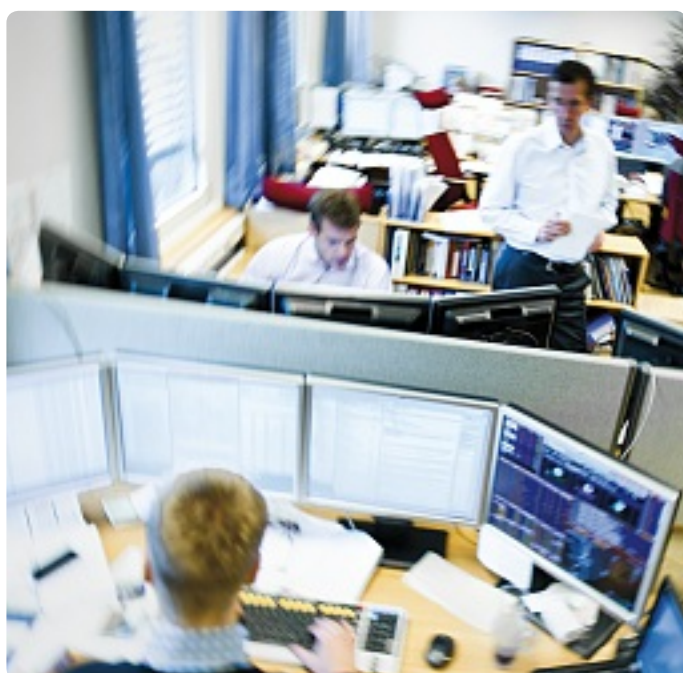
Som i 2008 ble antall børsnoterte selskaper også redusert i 2009. Ved utgangen av året var det 209 selskaper notert på Oslo Børs mot 224 året før. Den totale kapitaliserte verdien av selskapene var 1 514 mrd. kroner ved utgangen av 2009 mot 997 mrd. kroner ved utgangen av 2008. Totalomsetningen på Oslo Børs utgjorde 1 528 mrd. kroner i 2009. Den gjennomsnittlige daglige omsetningen ble redusert fra 10,0 mrd. kroner til 6,1 mrd. kroner.

Eiersammensetning på Oslo Børs har ikke endret seg mye i 2009. Statens eierandel er redusert fra 39,8 prosent til 37,8 prosent. Beregningen er basert på markedsverdier, og innebærer at de selskapene hvor staten har stor eierinteresse har gjort det dårligere enn resten av Oslo Børs. Dette gjelder spesielt for Statoil. Aksjefondenes andel er økt fra 3,8 prosent til 5,3 prosent, utlendinger har økt sin andel fra 32,8 prosent til 34,0 prosent, mens private foretak har redusert sin eierandel fra 16,9 prosent til 14,7 prosent. For de andre investorgruppene har det kun vært mindre endringer.

Oslo Børs hovedindeks og delindekser i 2009, indekstert



Oslo Børs oppnådde en oppgang på 65 prosent i 2009. Den sektoren som oppnådde sterkest utvikling var finans, som steg med 127 prosent. Svakest utvikling hadde industri-sektoren som økte med 17 prosent i løpet av året. Etter at finanskrisen avtok i styrke oppnådde finanssektoren en utvikling som langt overgikk de andre sektorene.



FORVALTNINGSMANDAT

Statens pensjonsfond Norge

Folketrygdfondet forvalter Statens pensjonsfond Norge på vegne av Finansdepartementet. Departementet har presisert forvaltningsmandatet i egen forskrift og gjennom skriftlige retningslinjer. Det er også inngått en forvaltningsavtale mellom Folketrygdfondet som operativ forvalter og Finansdepartementet som oppdragsgiver hvor blant annet prinsippene for forvaltningsgodtgjøringen fremgår. Finansdepartementet har videre fastsatt en referanseportefølje som gjenspeiler oppdragsgivers investeringsstrategi for Statens pensjonsfond Norge.

Plasseringsrammene fastsatt av Finansdepartementet regulerer hvilke aktivklasser og markeder kapitalen til Statens pensjonsfond Norge (SPN) kan plasseres i. Midlene kan plasseres i aksjer notert på regulert markeds plass i Norge, Danmark, Finland og Sverige og i rentebærende verdipapirer utstedt av nasjonalstatene, offentlige institusjoner og bedrifter hjemmehørende i de samme landene og i bedrifter som har sin egenkapital notert. Aksjeplasseringer kan utgjøre 50-70 prosent av kapitalen, målt til markedsverdi. Det kan benyttes derivater i styringen av aksje- og renteporteføljene.

Referanseporteføljen til SPN gjenspeiler Finansdepartementets nøytrale investeringsstrategi. De to aktivklassene aksjer og renter, og de to geografiske områdene Norge og Norden, er representert i referanseporteføljen ved indekser. Indeksene er hver for seg satt sammen av enkeltaksjer og enkeltobligasjoner på en slik måte at indeksene skal reflektere verdiutviklingen i de ulike markedene.

Referanseporteføljen er et viktig utgangspunkt for å styre risikoen i den operative forvaltningen og for å måle resultatene

av Folketrygdfondets forvaltning. I evalueringen av Folketrygdfondets resultater legger Finansdepartementet vekt på meravkastning over tid. Ved å sette en ramme for forventet relativ volatilitet på tre prosentpoeng, har Finansdepartementet satt en grense for hvor mye avkastningen til porteføljen kan forventes å avvike fra referanseporteføljens avkastning. Under gitte forutsetninger kan forventet relativ volatilitet tolkes som at i to av tre år vil avkastningen til porteføljen avvike fra avkastningen til referanseporteføljen med mindre enn måltallet for forventet relativ volatilitet, mens avkastningen i ett av tre år forventes å avvike med mer enn måltallet for forventet relativ volatilitet.

Den strategiske referanseporteføljen var satt sammen av 60 prosent aksjer og 40 prosent obligasjoner. Av disse aktivavektene sto nordiske instrumenter for 15 prosent og norske instrumenter for 85 prosent. Den strategiske referanseporteføljen er ment å være et langsiktig referansepunkt som gir uttrykk for den aktivaforordelingen som representerer det ønskede risikonivået for SPN på lang sikt.

Referanseportefølje, Statens pensjonsfond Norge 2009

		Strategisk referanseportefølje	Faktisk referanseportefølje				
			per 31.12.08	per 31.03.09	per 30.06.09	per 30.09.09	per 31.12.09
Aksjer		60,00 %	52,94 %	60,10 %	64,85 %	59,90 %	62,57 %
	Norske aksjer	51,00 %	44,47 %	51,23 %	55,08 %	51,12 %	54,34 %
	Nordiske aksjer	9,00 %	8,47 %	8,87 %	9,77 %	8,78 %	8,22 %
Renter		40,00 %	47,06 %	39,90 %	35,15 %	40,10 %	37,43 %
	Norske renter	34,00 %	38,89 %	33,81 %	29,80 %	34,14 %	31,98 %
	Nordiske renter	6,00 %	8,17 %	6,09 %	5,36 %	5,97 %	5,46 %

Hovedindeksen ved Oslo Børs (OSEBX) var referanseportefølje for den norske aksjeporteføljen i 2009, mens aksjeindeksen VINX Benchmark (VINXB) var referanseportefølje for den nordiske aksjeporteføljen. Islandske selskaper og selskaper notert på Oslo Børs er tatt ut av VINXB ved beregningen av referanseporteføljen for nordiske aksjer. Begge indeksene som brukes som referanseporteføljer for aksjer er utbyttejusterte. VINXB er justert for investorer med norsk skatteposisjon (kildeskatt på utbytte), slik at ulik skattebehandling ikke skal gi opphav til differanseavkastning. VINXB er ikke kurssikret mot norske kroner.

Referanseporteføljen for den norske obligasjonsporteføljen var satt sammen av en privat del og en statsdel. Statsdelen hadde en vekt på 30 prosent ved inngangen til hver måned, og besto av renteindeksen Barclays Capital Global Treasury Norway. Den private delen hadde fra utgangen av februar en vekt på 70 prosent ved inngangen til hver måned og var sammensatt av ikke-statlige lån i Barclays Capital Global Aggregate Norway. Begge Barclays Capital indeksene består av lån utstedt av norske utstedere i valutaene NOK, SEK, DKK, USD, EUR og GBP. Denne delen av referanseporteføljen var kurssikret mot norske kroner. I starten av 2009 bestod den private delen av referanseporteføljen også av en andel av et utvalg DnB NOR Swapindekser. Ved inngangen til 2009 var denne andelen 19 prosent av referanseporteføljens private del, men ble gradvis faset ut i løpet av januar og februar.

For den nordiske renteporteføljen var obligasjonsindeksen Barclays Capital Global Aggregate Scandinavia (uten Norge) referanseportefølje. Denne renteindeksen består av lån utstedt av danske, finske og svenske utstedere i valutaene SEK, DKK, USD, EUR eller GBP. Referanseporteføljen for nordiske obligasjoner er ikke kurssikret mot norske kroner.

I oppfølging av Statens pensjonsfond Norge skilles det mellom den strategiske referanseporteføljen og den faktiske referanseporteføljen. Avkastningen og risiko til SPN måles mot den faktiske referanseporteføljen. Over tid vil kursutviklingen føre til at aktivaandelene til den faktiske referanseporteføljen vil avvike fra aktivaandelene til den strategiske referanseporteføljen. Finansdepartementet har fastsatt et regelverk for hvor store slike avvik kan være før den faktiske referanseporteføljens aktivavekter skal bringes tilbake til vektene i den strategiske referanseporteføljen. Prosessen med å bringe aktivavektene til den faktiske referanseporteføljen tilbake til vektene i den strategiske referanseporteføljen kalles rebalansering.

Det har i 2009 i to omganger vært foretatt slik rebalansering av referanseporteføljen. Den første rebalanseringen var en videreføring av en rebalansering som startet i 2008. I denne rebalanseringen ble det i 2009 overført 6,5 mrd. kroner fra de to obligasjonsporteføljene til de to aksjeporteføljene. Etter at aksjemarkedene steg utover i 2009 ble det i den andre rebalanseringen overført 7,3 mrd. kroner fra de to aksjeporteføljene til de to obligasjonsporteføljene.

PORTEFØLJEUTVIKLING OG AVKASTNING

Statens pensjonsfond Norge

Solid avkastning både for aksje- og obligasjonsporteføljene førte til en positiv avkastning på 33,51 prosent, eller 29 410 mill. kroner for Statens pensjonsfond Norge i 2009. Dette betyr at kapitalen, som ved årsskiftet beløp seg til 117 070 mill. kroner, er tilbake på tilnærmet samme nivå som ved inngangen til det historisk turbulente og krevende året 2008.

Totalporteføljen

Markedsverdien av Statens pensjonsfond Norge (SPN) økte med 29 410 mill. kroner og var 117 070 mill. kroner ved utgangen av 2009. Dette betyr at nedgangen i kapitalen fra 2008 nesten i sin helhet var reversert ved utgangen av 2009. Folketrygdfondets administrasjons- og forvaltningskostnader for forvaltningen av SPN utgjorde 91 mill. kroner, eller om lag 0,10 prosent av kapitalen ved inngangen til 2009. Brutto avkastning for 2009 var på 33,51 prosent. Dette er 2,24 prosentpoeng svakere enn referanseporteføljen (brutto mindreaktning), som hadde en avkastning på 35,75 prosent. Justert for forvaltningshonoraret til Folketrygdfondet var mindreaktningen i 2009 på 2,34 prosentpoeng (netto mindreaktning).

Når referanseporteføljens avkastning benyttes i vurderingen av oppnådd meravkastning, er det viktig å være klar over at det ikke nødvendigvis er mulig å oppnå referanseporteføljens avkastning selv om fondet forvaltes indeknsnært. Det vil ved ren passiv forvaltning påløpe transaksjonskostnader når innholdet av verdipapirer i referanseporteføljen endres, når fondet blir tilført nye midler og ved eventuelle endringer i investeringsstrategi for fondet. I tillegg er en større andel av forvaltningskostnadene uavhengig av forvaltningsformen. Dette gjelder først og fremst kostnader knyttet til eieroppfølging, kontroll, avkastningsmåling, prising av porteføljen, risikomåling og risikostyring, regnskapsføring, juridiske prosesser knyttet til motparter og avtaleinngåelser samt alle tilordnede systemkostnader. Driftskostnadene til Folketrygdfondet har i de senere årene økt betydelig, først og fremst som følge av nye rammebetingelser og krav om beste praksis i forvaltningen av Statens pensjonsfond Norge. Denne økningen i kostnader kan ikke relateres til aktiv forvaltning.

På den annen side vil det være mulig å oppnå utlånsinntekter fra verdipapirer i porteføljen uavhengig av om porteføljen forvaltes aktivt eller indeknsnært. Folketrygdfondet har i flere år drevet med utlån av aksjer. Som følge av kredittkrisen ble

Avkastningsprinsipper

Avkastningsberegningene følger den internasjonale standarden GIPS. Revisjonsfirmaet Ernst & Young har verifisert at Folketrygdfondet etterlever denne standarden for perioden 1998–2009.

Porteføljene verdsettes daglig til virkelig verdi. I verdsettelsen benyttes et verdsettelseshierarki.

For aksjer og obligasjoner brukes indekssleverandørens priser der hvor slike finnes. Det innebærer i praksis siste omsetning for aksjer og indekssleverandørens anslag for obligasjoner gjennom året.

For aksjer og obligasjoner som ikke inngår i SPNs referanseporteføljer brukes Bloomberg som priskilde der hvor slik kurs er tilgjengelig. For norske private obligasjoner brukes ligningskurs som priskilde ved slutten av hvert år.

Gjennom året prises obligasjoner hvor det ikke er tilgjengelig kurs fra indekssleverandør eller Bloomberg til antatt spreadpåslag for ulike utstederkategorier. Observerte handler, prisanslag og rapporter fra meglerhus brukes som kilder til å anslå spreadpåslaget. Det har i 2009 vært stor usikkerhet knyttet til prisingen i obligasjonsmarkedet som følge av uroen i finansmarkedene, og vi har observert betydelige forskjeller i kredittpåslag for samme utsteder fra ulike kilder. Spreadpåslagene har også variert avhengig av valuta.

Rente- og valutaderivater prises ved neddiskontering til aktuell swapkurve.

Avkastningen for utenlandske verdipapirer beregnes i norske kroner basert på WM/Reuters valutakurser (valutakryss mot USD kl. 16.00 London-tid).

Effekten av transaksjoner tas med i avkastningsberegningen på handelsdato. Kurtasje som betales for handel i verdipapirer (aksjer) belastes transaksjonen. Avkastningen er beregnet daglig, og er geometrisk sammenvektet for lengre perioder enn en dag.

De ulike delporteføljene norske aksjer, nordiske aksjer, norske renter og nordiske renter er alle tilordnet separate transaksjonskonti. Allokering mellom delporteføljene skjer som overføring mellom de respektive delporteføljenes transaksjonskonti.

imidlertid risikoen knyttet til aksjeutlån uten sikkerhetsstillelse vurdert som for høy, og Folketrygdfondet avsluttet derfor utlånsvirksomheten høsten 2008. Det har derfor ikke vært

Avkastning 2009, Statens pensjonsfond Norge

	jan	feb	mar	apr	mai	jun	jul	aug	sep	okt	nov	des	2009
Statens pensjonsfond Norge (totalt)	-0,56	-3,25	3,09	6,76	8,40	-1,71	3,94	0,91	4,21	1,14	3,38	3,55	33,51
Meravkastning (brutto)	0,73	-0,03	-0,33	-1,00	-0,82	-0,30	-0,11	-0,23	0,05	-0,08	-0,02	0,32	-2,24
Norske aksjer	1,51	-5,21	4,55	10,15	14,28	-4,21	5,41	0,24	7,70	2,15	5,27	7,09	58,98
Meravkastning (brutto)	1,35	-0,25	-0,90	-1,46	-1,55	-0,70	0,02	-0,64	-0,05	-0,28	-0,10	0,67	-5,80
Norske renter	0,94	0,31	1,21	-0,06	0,77	1,49	1,44	1,26	1,22	0,70	1,28	-0,62	10,38
Meravkastning (brutto)	0,29	0,28	0,60	-0,32	0,05	0,23	-0,12	0,51	0,25	0,15	0,11	-0,13	2,05
Nordiske aksjer	-11,30	-7,39	4,27	18,57	4,86	0,85	5,66	3,68	-1,42	-1,57	1,30	1,70	17,62
Meravkastning (brutto)	0,46	-0,23	-0,02	-1,92	-0,34	0,07	-0,96	-0,71	-0,39	0,10	-0,09	0,18	-4,06
Nordiske renter	-8,27	-0,75	1,04	-1,27	2,15	2,73	-0,23	0,02	-0,44	-0,96	1,88	-1,95	-6,33
Meravkastning (brutto)	-0,15	-0,26	-0,39	0,41	0,73	0,39	0,38	0,41	0,58	0,17	0,06	0,06	2,20

Avkastning er oppgitt i prosent og meravkastning (brutto) i prosentpoeng.

utlånsinntekter i 2009. Utlånsvirksomheten vil imidlertid bli gjenopptatt når Folketrygdfondet har fått etablert en tilfredsstillende ordning med sikkerhetsstillelse for utlån slik at risikoen knyttet til motpartseksposeringen reduseres.

Det har i 2009 vært gjennomført to rebalanseringer av referanseporteføljen. Den første var en slutføring av rebalanseringen som ble påbegynt i oktober 2008 og medførte kjøp av aksjer og salg av obligasjoner. Den andre rebalanseringen ble gjennomført høsten 2009 og medførte salg av aksjer og kjøp av obligasjoner. Identifiserte kostnader knyttet til de to rebalanseringene har påvirket differanseavkastningen negativt med anslagsvis 0,05 prosentpoeng.

For totalporteføljen er det mulig å oppnå meravkastning på de måter, enten gjennom allokering av midler til delporteføljer eller ved verdipapirutvelgelse innad i delporteføljene (seleksjon). Dersom en delportefølge som har høyere vekt (lavere vekt) enn referanseporteføljen får bedre (dårligere) avkastning enn referanseporteføljen, oppstår et positivt (negativt) allokeringstillegg.

Meravkastning som følge av seleksjon oppnås når de verdipapirene som inngår i en delportefølge samlet sett gjør det bedre enn delporteføljens referanseportefølge.

Det er verdipapirutvelgelse innad i de fire delporteføljene, dvs. seleksjon, som er den viktigste bidragsyteren til den mindreavkastningen som er oppnådd for SPN i 2009. Svakere avkastning i den norske og nordiske aksjeporteføljen enn for de respektive referanseindeksene bidro med henholdsvis -2,82 og -0,43 prosentpoeng. God avkastning i de norske og nordiske renteporteføljene bidro positivt med henholdsvis 0,82 prosentpoeng og 0,17 prosentpoeng. Samlet sett bidrar verdipapirutvelgelse med -2,27 prosentpoeng.

Totalporteføljens aktivasammensetning har gjennom året ikke avvirket vesentlig fra referanseporteføljens sammensetning. Det samlede bidraget er tilnærmet null. Det har imidlertid vært mindre avvik som har resultert i et bidrag til differanseavkastningen på i underkant av 0,02 prosentpoeng fra den nordiske aksjeporteføljen og i overkant av -0,01 prosentpoeng fra den norske renteporteføljen.

Bidrag til brutto meravkastning 2009, prosentpoeng

		<i>Bidrag totalt</i>	<i>Bidrag til allokering</i>	<i>Bidrag til verdi-papirutvelgelse</i>	<i>Bidrag fra valuta</i>	<i>Meravkastning innenfor delportefølje</i>
Aksjer		-3,24	0,01	-3,26	0,00	
	Norske aksjer	-2,83	0,00	-2,82	0,00	-5,80
	Nordiske aksjer	-0,41	0,02	-0,43	0,00	-4,06
Renter		1,01	-0,01	0,99	0,03	
	Norske renter	0,84	-0,01	0,82	0,02	2,06
	Nordiske renter	0,17	0,00	0,17	0,01	2,20
Sikkerhetsstillelse		0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Forvaltningshonorar		-0,10				
Samlet		-2,34	0,00	-2,27	0,03	

Som følge av ulik valutasammensetning i den norske og nordiske renteporteføljen har valuta bidratt positivt med 0,03 prosentpoeng i 2009.

Norske renter

Markedsverdien av den norske renteporteføljen til Statens pensjonsfond Norge beløp seg ved siste årsskifte til 37,4 mrd. kroner. Dette er 3,4 mrd. kroner mer enn ved utgangen av 2008. Den norske renteporteføljen ble tilført kapital gjennom overføring fra andre delporteføljer med i alt 0,1 mrd. kroner i 2009. Administrasjonsutgiftene til Folketrygdfondet er likviditetsmessig overført fra den norske renteporteføljen, slik at det ikke var noen nettotilførsel til den norske renteporteføljen i 2009.

Resultatet for den norske renteporteføljen ble 3,4 mrd. kroner. Dette tilsvarer en avkastning på 10,38 prosent. Avkastningen for referanseporteføljen var 8,33 prosent. Det innebærer en meravkastning på 2,05 prosentpoeng.

Sammensetningen av renteporteføljen, utenom statlige papirer, bestemmes i hovedsak av tilgjengeligheten av verdipapirer og en vurdering av om den forventede avkastningen står i et rimelig forhold til den risiko som plasseringene representerer. Likviditeten i det norske obligasjonsmarkedet innebærer en betydelig risiko da at det ikke er mulig å foreta kortsiktige porteføljeendringer for å styre kredittrisikoen. Renterisikoen lar seg derimot styre gjennom det langt mer likvide swapmarkedet.

Renten som obligasjonslån prises til kan deles opp i tre hovedkomponenter:

- i) statsrente
- ii) generelt påslag for kreditt (forskjell mellom stat og swaprente) og
- iii) kredittpåslag spesifikk for den enkelte låntager.

Det generelle påslaget for kreditt gir uttrykk for hvilken rente banker er villige til å benytte ved såkalte rentebytteavtaler. En rentebytteavtale (swap) er en avtale mellom to parter, hvor den ene parten betaler løpende kort rente mot å få en fast rente tilbake fra den andre avtaleparten.

Kredittpåslaget, som er spesifikk for den enkelte låntager, svingte mye i 2009. Siden første kvartal er påslagene betydelig redusert. Dette har i 2009 slått ut som et positivt bidrag til avkastningen for alle utstederkategorier både for porteføljen og for referanseporteføljen.

I tillegg til de tre forannevnte hovedkomponenter for pricing av obligasjonslånsrenten, kommer også likviditetsrisiko. Påslaget for likviditetsrisikoen har i 2009 falt betydelig etter første kvartal. I 2008 og frem til og med første kvartal i 2009, ble det registrert omsetninger som var preget av at selger hadde behov for å likvidere posisjoner i løpet av kort tid. Obligasjonsmarkedene, både i Norge og i utlandet, bedret seg betydelig etter første kvartal, og likviditetsrisikoen og påslaget er nå på et mer normalt nivå.

Referanseindeksen for den norske renteporteføljen inneholder 30 prosent statspapirer ved inngangen til hver måned. Den private delen av referanseindeksen består av norske utstedere som inngår i obligasjonsindeksen Barclays Global Aggregate. I forhold til valutakursrisiko har den norske renteporteføljen gjennom 2009 vært forvaltet relativt indekxnært. Det har vært foretatt mindre avvik for rentesammensetningen, men de klart største avvikene har vært innenfor kredittrisiko.

Folketrygdfondet benyttet kredittkrisen til å øke kredittrisikoen i den norske renteporteføljen. Kredittrisikoen er økt gjennom å senke statsandelen i porteføljen, øke innslaget av ansvarlige lån, øke eksponeringen mot låntagere med svakere kredittrating og å øke løpetiden på kredittdelen av porteføljen. Den økte kreditteksponeringen har gitt utslag i form av meravkastning som følge av at kredittpåslagene for private papirer ble betydelig redusert i gjennom 2009.

Lavere statsandel forklarer 0,66 prosentpoeng av meravkastningen. Høyere eksponering mot ansvarlige lån enn i referanseporteføljen bidro med 0,75 prosentpoeng. Lavere eksponering mot obligasjoner med fortrinnsrett (OMF) bidro med 0,42 prosentpoeng.

Nordiske renter

Markedsverdien av den nordiske renteporteføljen til Statens pensjonsfond Norge beløp seg ved siste årsskifte til 6,4 mrd.

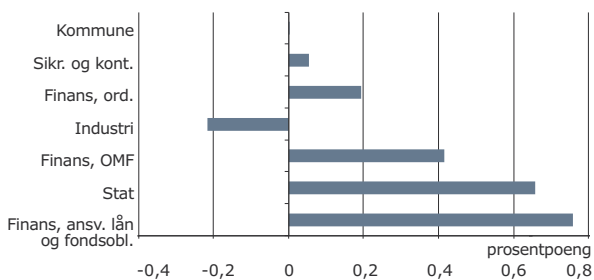
kroner. Ved inngangen til 2009 var porteføljen verdt 7,2 mrd. kroner. I løpet av året ble det overført 0,36 mrd. kroner fra den nordiske renteporteføljen til de andre delporteføljene. Avkastningen for porteføljen ble -6,33 prosent. Avkastningen for referanseporteføljen var -8,53 prosent. Det innebærer en meravkastning på 2,20 prosentpoeng. Den nordiske renteporteføljen og referanseporteføljen er ikke valutakurssikret. Sterkere kronekurs har dermed bidratt til den negative avkastningen. Målt i euro var til sammenligning avkastningen 9,68 prosent.

Den sterke meravkastningen skyldes en gunstig eksponering mot høyere risiko enn i referanseindeksen, både i retning av mer kreditt, lavere rating og mer ansvarlig lånekapital gjennom året for porteføljen enn referanseporteføljen. Overvekt i industri bidro med 0,86 prosentpoeng. Overvekt i ansvarlige lån og fondsobligasjoner bidro også med 0,86 prosentpoeng, mens undervekt i stat bidro med 0,52 prosentpoeng.

Norske aksjer

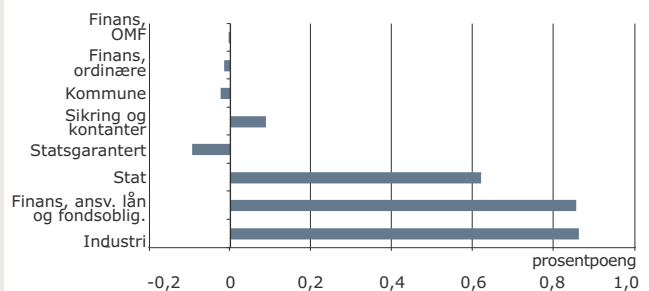
Markedsverdien av den norske aksjeporteføljen til Statens pensjonsfond Norge var ved utgangen av 2009 på 63,7 mrd. kroner. Dette var 24,7 mrd. kroner høyere enn året før. Den norske aksjeporteføljen ble redusert gjennom overføring av i alt 0,23 mrd. kroner til andre delporteføljer i 2009.

Bidrag til meravkastning i den norske renteporteføljen



Overvekten i ansvarlige lån samt undervektene i stat og finansobligasjoner med fortrinnsrett bidro mest til meravkastningen i 2009.

Bidrag til meravkastning i den nordiske renteporteføljen



Det var overvekt i industri, ansvarlige lån og fondsobligasjoner samt undervekten innen stat som bidro mest positivt til meravkastningen i 2009.

Resultatet for den norske aksjeporteføljen ble 24,9 mrd. kroner. Dette tilsvarer en avkastning på 58,98 prosent. Hovedindeksen på Oslo Børs oppnådde i 2009 en avkastning på 64,78 prosent. SPN oppnådde således en mindreakstning på 5,80 prosentpoeng for den norske aksjeporteføljen.

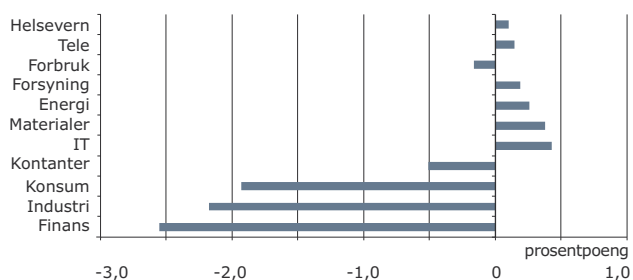
Avkastningen i det norske aksjemarkedet var positiv i alle årets kvartaler. Mesteparten av mindreakstningen til den norske aksjeporteføljen oppsto i perioden mars–august hvor markedet hentet seg inn etter finanskrisen. Mindreakstningen som oppsto i denne perioden kan i stor grad betraktes som en reversering av deler av den betydelige meravkastningen som oppsto gjennom finanskrisen for den norske aksjeporteføljen. For de to årene 2008 og 2009 sett under ett, er det fortsatt en betydelig meravkastning på 2,89 prosentpoeng som årlig gjennomsnitt.

Størst bidrag til differanseavkastningen i 2009 kom fra undervekten i finans med -2,55 prosentpoeng, hvor DnB NOR sto for -2,03 prosentpoeng. Industri bidro totalt med -2,18 prosentpoeng, og her var Orkla med -1,49 prosentpoeng det største bidraget. Konsumsektoren bidro negativt med -1,93 prosentpoeng, som i stor grad kom av for lav eksponering mot oppdrettselskapene. Marine Harvest var største bidrag her med -1,18 prosentpoeng.

Som følge av at de to rebalanseringene i 2009 gikk i hver sin retning, er netto kjøp for året ikke på mer enn 1 183 mill. kroner. Det er utbytte fra selskapene på 1 739 millioner som har finansiert aksjekjøpene og overføringen av midler til andre delporteføljer. Bransjemessig var det størst nettokjøp i finanssektoren, hvor det blant annet ble kjøpt aksjer for 546 mill. kroner i DnB NOR. Innenfor energisektoren var det et skifte i porteføljen fra oljeproduksjon til utstyrsselskaper, ved at det ble kjøpt aksjer i utstyrsselskapene Seadrill for 679 mill. kroner, Acergy for 462 mill. kroner og Subsea 7 for 338 mill. kroner, mens det ble solgt for 944 mill. kroner i Statoil. I tillegg ble det i denne sektoren solgt aksjer for 687 mill. kroner i Fred Olsen Energy. Andre store endringer var i industrisektoren med kjøp av aksjer i REC for 451 mill. kroner og salg av aksjer i Orkla for 555 mill. kroner. Det amerikanske selskapet Cisco varslet i starten av desember at deres oppkjøpstilbud i Tandberg hadde fått over 90 prosent aksept. Folketrygdfondet hadde noe tidligere flagget at Folketrygdfondet aksepterte tilbudet om kjøp av aksjer i Tandberg. Salget er enda ikke gjennomført som følge av forbehold om godkjenning blant annet fra konkurransemyndighetene i USA og Europa. Tandbergaksjene er derfor fortsatt ført opp i balansen til SPN.

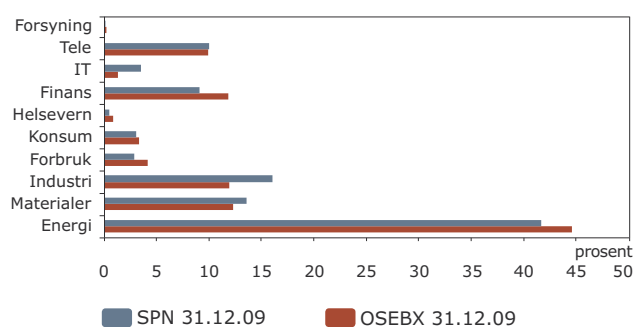
Ved årets slutt var det investert i 53 selskaper i den norske aksjeporteføljen. Det er fire selskaper mer enn ved utgangen av 2008.

Bidrag til mindreakstning i den norske aksjeporteføljen



Det var sektorene finans, industri og konsum som bidro mest til mindreakstningen i 2009. Innenfor disse sektorene var det henholdsvis DnB NOR, Orkla og Marine Harvest som bidro mest negativt.

Den norske aksjeporteføljes sammensetning 2009



Oslo Børs har en særlig høy vekt i energibransjen sammenlignet med de fleste andre markeder. Den norske aksjeporteføljen til SPN hadde sine største avvik fra referanseindeksen i bransjene industri og finansielle tjenester. I disse bransjene var SPN henholdsvis over- og undervektet.

Målt etter markedsverdi utgjorde de ti største plasseringene 77,4 prosent av den norske aksjeporteføljen ved utgangen av året. Det er en reduksjon på 1,8 prosentpoeng fra året før. De ti største selskapene utgjorde om lag 73,5 prosent av hovedindeksen ved utgangen av året.

Nordiske aksjer

Markedsverdien av den nordiske aksjeporteføljen til Statens pensjonsfond Norge var ved utgangen av 2009 på 9,6 mrd. kroner. Dette var 2,2 mrd. kroner høyere enn ved utgangen av 2008. Den nordiske aksjeporteføljen ble økt gjennom overføring av i alt 0,43 mrd. kroner fra andre delporteføljer i 2009.

Resultatet for den nordiske aksjeporteføljen ble positivt med 1,7 mrd. kroner. Det ga en avkastning på 17,62 prosent i 2009. Målt mot referanseindeksen, som hadde en avkastning på 21,68 prosent, var mindreakvinstningen på 4,06 prosentpoeng.

Avkastningen i det nordiske aksjemarkedet var negativ i første kvartal, mens differanseavkastningen var svakt positiv. Andre og tredje kvartal ga høyest absolutt avkastning og størst

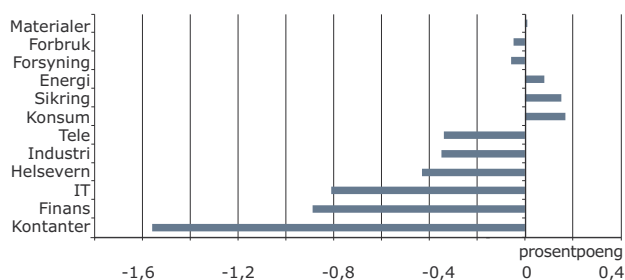
mindreakvinstning, mens det for fjerde kvartal ble positiv avkastning og svakt positiv meravkastning.

Det største enkeltbidraget til mindreakvinstningen kom fra positiv saldo på transaksjonskonti med et negativt bidrag på 1,56 prosentpoeng. Bidraget er et resultat av at likviditet fra aksjesalg og utbytter ikke raskt nok ble reinvestert. Deretter bidro finans med -0,89 prosentpoeng, hvor SEB med -0,45 prosentpoeng og Swedbank med -0,43 prosentpoeng var de største bidragene. IT bidro negativt med 0,81 prosentpoeng, og største enkeltbidrag i sektoren var Nokia med -0,74 prosentpoeng.

Det ble netto kjøpt aksjer for 906 mill. kroner i den nordiske aksjeporteføljen i 2009. De største enkeltkjøpene var Fortum med 123 mill. kroner, Ericsson og Nokia med henholdsvis 92 og 89 mill. kroner, Investor med 79 mill. kroner og Novo Nordisk med 78 mill. kroner. Det største salget var i Nordea med 101 mill. kroner.

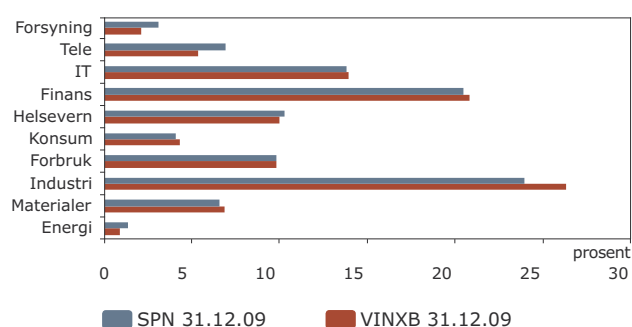
Ved årets slutt var det investert i 116 selskaper i den nordiske aksjeporteføljen. Det er to selskaper flere enn ved utgangen av 2008.

Bidrag til mindreakvinstning i den nordiske aksjeporteføljen



Det var sektorene IT, industri, finans og helsevern som, i tillegg til kontanter, bidro mest til mindreakvinstningen i 2009. De største enkeltbidragene kom fra selskapene Nokia, SEB, Swedbank og Danske Bank.

Den nordiske aksjeporteføljes sammensetning 2009



Det nordiske aksjemarkedet har en større spredning av sektorer enn den energitunge norske referanseindeksen. De største avvik mellom SPN og referanseindeksen finner man i bransjene industri og helsevern, hvor SPN var henholdsvis under- og overvektet.

RISIKOSTYRING OG INTERNKONTROLL

Statens pensjonsfond Norge

I forvaltningen av Statens pensjonsfond Norge er det en rekke risikofaktorer som Folketrygdfondet må forholde seg til. Noen av risikofaktorene oppstår som følge av bevisste valg og er en type risiko Folketrygdfondet i forvaltningen velger å ta med sikte på å oppnå god avkastning. Andre typer risiko oppstår uavhengig av investeringsvalgene, og er en type risiko som ikke er ønsket og heller ikke gir uttelling i form av bedre resultater. Folketrygdfondet legger betydelig vekt på å styre og kontrollere de ulike risikotypene og har fastsatt prinsipper for måling og styring av risiko og internkontroll.

Markedsrisiko

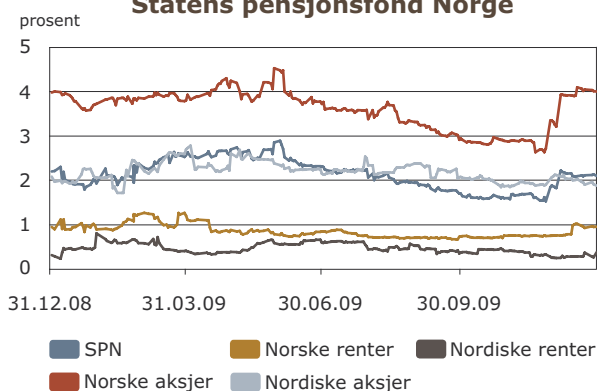
For Statens pensjonsfond Norge (SPN) er nivået på markedsrisikoen i stor grad styrt av mandatet for forvaltningen. For 2009 har derfor referanseporteføljen og risikorammen Finansdepartementet har gitt i forskrift 7. november 2007 nr. 1228 om forvaltningen av Statens pensjonsfond Norge vært bestemmende for nivået på markedsrisiko.

Finansdepartementet fastsetter ramme for hvor mye markedsrisikoen i den faktiske porteføljen kan avvike fra markedsrisikoen i referanseporteføljen, målt med begrepet forventet relativ volatilitet. For totalporteføljen har departementet fastsatt en ramme for forventet relativ volatilitet på tre prosentpoeng.

Markedsrisikoen til SPN kan dekomponeres på de fire delporteføljene norske aksjer, nordiske aksjer, norske renter og nordiske renter. Markedsrisikoen er størst i de to aksjeporteføljene. Også avviket i markedsrisiko mellom den faktiske porteføljen og referanseindeksene, målt ved forventet relativ volatilitet, er størst for de to aksjeporteføljene. Gjennom investeringer i ulike markeder oppnår SPN diversifiseringseffekter. Det vil si at risikoen i totalporteføljen er lavere enn summen av den vektete risikoen for de fire delporteføljene.

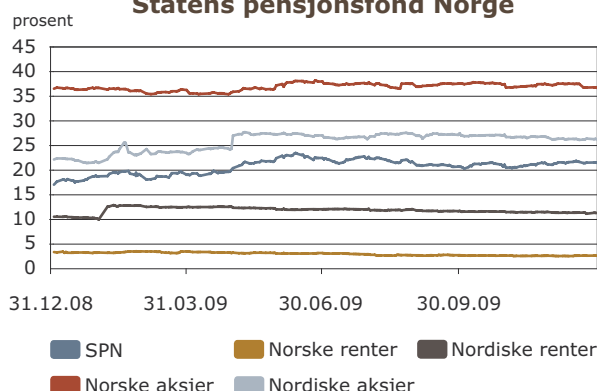
Figuren for forventet volatilitet viser at risikoen for hele fondet og delporteføljene varierer gjennom året. Denne variasjonen

**Forventet relativ volatilitet
Statens pensjonsfond Norge**



Relativ volatilitet er et mål for hvor mye avkastningen antas å avvike fra avkastningen til referanseporteføljen. Relativ volatilitet har vært størst for norske aksjer og minst for nordiske renter. Innslaget av aktiv forvaltning er størst i de to aksjeporteføljene. Den sterke økningen i forventet relativ volatilitet i slutten av 2009 for norske aksjer og SPN som helhet har to årsaker, indeksendring i OSEBX ved utgangen av november og det forhold at Tandberg gikk ut av indeksen rett før jul.

**Forventet volatilitet
Statens pensjonsfond Norge**



Volatilitet måles ved standardavviket til avkastningen. Figuren viser forventet volatilitet for SPN og delporteføljene. Den nordiske renteporteføljen har en markert høyere volatilitet enn den norske renteporteføljen som følge av at avkastningen måles i norske kroner og porteføljen ikke er valutakurssikret.

kommer som følge av markedsendringer og den aktive forvaltningen. I løpet av første halvår økte forventet relativ volatilitet for SPN som følge av markedsutviklingen i kjølvannet av kredittkrisen og nærmet seg rammen på tre prosentpoeng. For å sikre at forvaltningen holdt seg under den fastsatte risikorammen, ble det gjennom porteføljeendringer iverksatt tiltak for å redusere forventet relativ volatilitet.

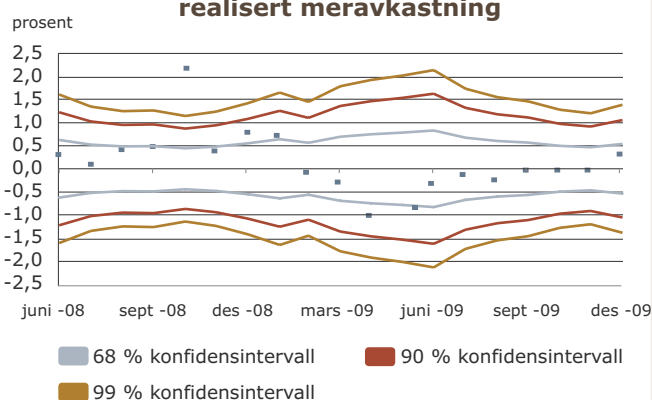
Folketrygdfondet anvender RM3 fra Riskmetrics som risikomålings- og styringsverktøy. Modellen som brukes beregner forventet standardavvik for fondets porteføljer (absolutt volatilitet) og forventet standardavvik for differanseporteføljene (relativ volatilitet) basert på porteføljesammensetningen på måletidspunktet og forutsetninger om risikoegenskaper ved de ulike verdipapirene som inngår i porteføljene og samvariasjon mellom verdipapirene.

Folketrygdfondet foretar beregninger av markedsrisiko daglig. I de tabeller og figurer som er vist her er det benyttet parametriske metode. Folketrygdfondet beregner i tillegg risikotall basert på historisk simulering. Det er også mulig å benytte Monte Carlo-simulering, noe som kan bli mer aktuelt som metode dersom det

blir et større innslag av instrumenter med ikke-lineære egenskaper i porteføljene. Volatiliteter og korrelasjoner estimeres med utgangspunkt i månedlige historiske data for de ulike verdipapirene hvor nyere observasjoner tillegges mer vekt enn gamle (nedskaleringsfaktor på 0,97). Månedlige observasjoner (istedet for hyppigere observasjoner som eksempelvis daglige) benyttes blant annet for å få mer stabile risikoanslag og fordi horisonten både på investeringene og de aktive avvikene ofte er lang. En ytterligere årsak er at porteføljen til SPN er stor i forhold til markedet. Dette medfører en treghet i porteføljesammensetningen over tid, som blant annet innebærer at avvikene i forhold til referanseporteføljen i de fleste tilfeller ikke kan endres raskt.

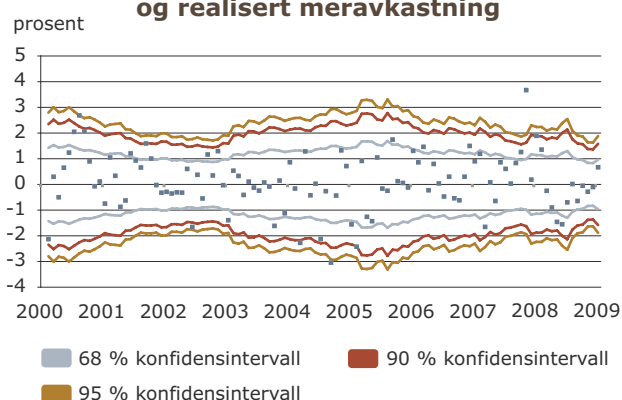
Folketrygdfondet bruker risikomålingsverktøyet blant annet til å teste om faktisk meravkastning er på det nivå vi kan forvente gitt anslagene for forventet relativ volatilitet. Dette er illustrert i figurene som viser meravkastning og forventet relativ volatilitet med tilhørende konfidensintervall for den norske aksjeporteføljen og for totalporteføljen. Punktene i figurene viser månedlig meravkastning i perioden 2001-2009 for den norske aksjeporteføljen og tilsvarende for totalporteføljen for perioden juni 2008-2009. Modellen som legges til grunn for disse beregningene tilsier at

Totalporteføljen, konfidensintervall for forventet relativ volatilitet og realisert meravkastning



Med få observasjoner kan en ikke trekke klare konklusjoner, men figuren indikerer at modellen gir tilfredsstillende anslag for totalporteføljen, men ikke fullt ut klarer å predikere variasjonen i meravkastning.

Norske aksjer, konfidensintervall for forventet relativ volatilitet og realisert meravkastning



Realisert avkastning har stort sett vært innenfor de ulike konfidensintervallene. Dette betyr at fordelingen av realisert meravkastning over tid har ligget nær den forventede fordelingen.

Renteporteføljene fordelt etter kredittvurdering 31.12.09

Den norske renteporteføljen	S&P	Moody's	Fitch	Beste rating*	Norske meglerhus**	Beste rating inkl. norske meglerhus
AAA/Aaa - den norske stat	14,0 %	14,0 %	14,0 %	14,0 %	14,0 %	14,0 %
AAA/Aaa - andre	2,0 %	3,4 %	1,4 %	3,4 %	0,0 %	3,4 %
AA/Aa	4,3 %	9,8 %	0,6 %	10,6 %	7,2 %	11,5 %
A	13,2 %	17,0 %	19,8 %	20,7 %	29,8 %	32,9 %
BBB/Baa	5,3 %	5,7 %	7,2 %	3,9 %	29,3 %	29,8 %
BB/Ba	0,0 %	0,0 %	0,4 %	0,0 %	3,2 %	3,2 %
B	0,7 %	0,7 %	0,0 %	0,7 %	1,9 %	1,9 %
Lavere	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Ingen vurdering	60,5 %	49,4 %	56,4 %	46,6 %	14,5 %	3,2 %

Den nordiske renteporteføljen	S&P	Moody's	Fitch	Beste rating*
AAA/Aaa - stat i egen valuta	29,1 %	28,9 %	25,8 %	29,1 %
AAA/Aaa - andre	27,0 %	33,5 %	3,5 %	34,1 %
AA/Aa	7,1 %	9,4 %	6,0 %	11,6 %
A	12,7 %	12,6 %	11,0 %	14,8 %
BBB/Baa	7,2 %	7,5 %	4,5 %	7,4 %
BB/Ba	1,7 %	0,2 %	0,2 %	0,2 %
B	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Lavere	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Ingen vurdering	15,2 %	7,9 %	49,0 %	2,7 %

* Høyeste rating fra alle de utenlandske ratingbyråene sett under ett.

** DnB NOR Markets, First Securities, Nordea Markets.

Utstedere av rentebærende verdipapirer kan betale ratingbyråer for å gi en vurdering av kredittkvaliteten.

Kredittvurdering gitt av norske meglerhus/banker er ikke en rating, men en indikasjon på hva en rating kunne vært.

Høyeste rating er AAA fra Standard & Poor's (S&P) og Fitch og Aaa fra Moody's.

Karakterskalaen går fra AAA til D (Default). Karakter på BBB eller bedre anses å være «investment grade».

BB og lavere karakteriseres som «speculative grade».

om lag 68 prosent av månedene skal ligge innenfor de to innerste konfidensintervallinjene. Tilsvarende skal henholdsvis 90 prosent og 95 prosent av månedene være innenfor de to ytre intervallinjene.

Figurene indikerer at anslagene for forventet relativ volatilitet historisk sett har stemt bra overens med den faktiske utviklingen. For den norske aksjeporteføljen har vi lengre historikk, og vi kan si at modellene som er benyttet har vært gode til å predikere faktisk risiko, med unntak av en måned (oktober 2008) hvor meravkastningen var svært stor. For totalporteføljen er det for få observasjoner til å kunne trekke like klare konklusjoner.

Kredittrisiko

Folketrygdfondets styre har fastsatt maksimalrammer for kreditteksponering mot ulike utstedere. Rammene er basert på rating, både fra internasjonale kredittvurderingsfirmaer og fra interne kredittvurderingssystemer i Folketrygdfondet.

I Folketrygdfondets måling og styring av kredittrisiko anvendes kredittvurderingssystemer levert av Moody's Analytics. Disse systemene gir en vurdering av kredittkvaliteten til selskaper med notert egenkapital, så vel som selskaper uten notert egenkapital. For selskaper med børsnotert egenkapital er vurderingen basert

på en opsjonsmodell hvor blant annet gjeldsgrad, egenskaper ved den noterte egenkapitalen (volatilitet) og størrelsen på denne inngår som parametre. For ikke-børsnoterte selskaper tar vurderingen utgangspunkt i utsteders regnskap og balanse.

Motpartsrisiko

I likhet med kredittrisiko har Folketrygdfondets styre fastsatt maksimalrammer for motpartseksposering mot ulike motparter. Også disse rammene er basert på rating fra internasjonale kredittvurderingsfirmaer og Folketrygdfondets interne kredittvurderingssystemer.

Folketrygdfondet har i 2009 reforhandlet avtalene med motparter knyttet til ikke-børsnoterte derivater (ISDA), og har innført sikkerhetsstillelse for å redusere Folketrygdfondets eksponering mot motpartene. SPN er ikke en egen juridisk enhet, og det er derfor Folketrygdfondet som er avtalepart når forretninger knyttet til forvaltningen inngås. Det innebærer at det er den samlede netto eksponeringen mellom Folketrygdfondet, uavhengig av om forretningene er knyttet til SPN eller Statens

obligasjonsfond (SOF), og motparten som ved en konkurs hos motparten blir gjenstand for bobehandling.

Avtaleverket inneholder bestemmelser om netting ved konkurs. Bestemmelsene innebærer at positiv markedsverdi for Folketrygdfondet samlet mot aktuell motpart skal motregnes den sikkerhet motparten har stilt. Folketrygdfondet har fremforhandlet med de aktuelle motpartene at disse skal stille sikkerhet overfor Folketrygdfondet som om de to mandatene SPN og SOF var to ulike juridiske enheter. Det innebærer en ytterligere sikkerhet ved konkurs hos motpart for Folketrygdfondets samlede eksponering.

Folketrygdfondet har engasjert J.P.Morgan for å håndtere krav om inn- og utbetalinger av sikkerhet i den daglige oppfølgingen mot våre motparter. Avtalene gir motpartene mulighet til å stille sikkerhet i form av verdipapir eller kontanter. Når motpartene stiller kontanter som sikkerhet, må Folketrygdfondet betale rente til motparten. Kontantsikkerhet er videreplassert som bankinnskudd, og både stilt sikkerhet og videreplasseringen er inkludert i balansen til SPN.

Nøkkeltall for risiko og eksponering

Risiko	Grense	Faktisk				
		31.12.08	31.03.09	30.06.09	30.09.09	31.12.09
Markedsrisiko	Maksimalt 3,0 prosentpoeng relativ volatilitet	2,19 %	2,56 %	2,31 %	1,70 %	2,10 %
Aktivafordeling	Renteporteføljene 30 - 50 prosent	47,06 %	39,89 %	35,36 %	40,10 %	37,39 %
	Aksjeporteføljene 50 -70 prosent	52,94 %	60,11 %	64,64 %	59,90 %	62,61 %
Regionfordeling aksjeporteføljene	Danmark, Finland, og Sverige 10-20 prosent	16,00 %	14,85 %	15,23 %	14,63 %	13,11 %
	Norge 80-90 prosent	84,00 %	85,15 %	84,77 %	85,37 %	86,89 %
Regionfordeling renteporteføljene	Danmark, Finland, og Sverige 10-20 prosent	17,36 %	15,28 %	15,31 %	14,88 %	14,58 %
	Norge 80-90 prosent	82,64 %	84,72 %	84,69 %	85,12 %	85,42 %
Eierandel i enkeltsselskap Norge	Maksimalt 15 prosent eierandel	11,79 %	12,82 %	12,46 %	11,09 %	11,36 %
Eierandel i enkeltsselskap Norden	Maksimalt 5 prosent eierandel	3,68 %	1,01 %	1,05 %	0,97 %	0,97 %

Valutakursrisiko

I henhold til forskrift for forvaltningen av Statens pensjonsfond Norge, har Folketrygdfondet ikke anledning til å ta valutaposisjoner relativt til referanseporteføljen i den aktive forvaltningen av SPN. Folketrygdfondets styre har med utgangspunkt i dette fastsatt rammer for hvor mye valutasammensetningen i porteføljen kan avvike fra valutasammensetningen i referanseporteføljen.

Oppfølging av rammer

Forvaltningen har i 2009 vært innenfor den rammen for forventet relativ volatilitet på tre prosentpoeng som Finansdepartementet har fastsatt. Det har vært rapportert ett brudd på rammer fastsatt av Folketrygdfondets styre. Årsaken var at det ble handlet med en ny meglermotpart før alle stegene i Folketrygdfondets interne godkjennelsesprosessen var gjennomført og formell intern godkjenning av den nye meglermotparten forelå. Bruddet, som umiddelbart ble fanget opp og varslet av det kontinuerlige overvåkingssystemet Folketrygdfondet benytter, medførte ikke noe tap for porteføljen. Folketrygdfondets styre er orientert om bruddet, herunder de tiltak som er iverksatt for å unngå tilsvarende brudd i fremtiden.

Operasjonell risiko

Operasjonell risiko defineres som risikoen for tap som følge av utilstrekkelige eller sviktende interne prosesser eller systemer, menneskelige feil, eller eksterne hendelser herunder juridisk risiko. Styret har fastsatt retningslinjer for måling og styring av operasjonell risiko, og det er en målsetting at den operasjonelle risikoen skal holdes på et så lavt nivå som mulig.

Rammeverket for operasjonell risikostyring inkluderer oppfølging av identifisert risiko og tiltak samt systematisk oppdatering av risikobildet. Identifiserte hendelser der det har vært høy risiko for tap forårsaket av operasjonell risiko skal registreres i en hendelsesdatabase.

Administrerende direktør skal minst en gang i året utarbeide skriftlig evaluering av Folketrygdfondets styring av operasjonell risiko. Evalueringen skal være gjenstand for drøftelse mellom styret og ledelsen.

Det er etablert rutiner for å sikre en betryggende vurdering og godkjenning av nye systemløsninger, og det er også fastsatt

retningslinjer og rutiner for investeringer i nye finansielle instrumenter, markeder og valutaer.

Det er i løpet av året ikke avdekket vesentlige operasjonelle feil.

Internkontroll

Styret har fastsatt at Folketrygdfondet skal følge forskrift om risikostyring og internkontroll fastsatt av Finanstilsynet og benytte prinsippene i rammeverket fra Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission, COSO, i arbeidet med risikostyring og internkontroll. Rammeverket skal benyttes som en del av arbeidet med å øke Folketrygdfondets evne til å nå sine finansielle og operasjonelle mål samt mål for etterlevelse ("compliance").

Folketrygdfondets styre har også fastsatt etiske retningslinjer, herunder egenhandelsregler, for ansatte. For å legge forholdene til rette for eventuell varsling etter arbeidsmiljølovens bestemmelser, har styret også fastsatt varslingsrutiner i Folketrygdfondet.

Folketrygdfondets organisering skal sikre tilfredsstillende arbeidsdeling og uavhengighet mellom utførende og kontrollerende funksjoner.

Folketrygdfondets internkontroll skal være i tråd med beste praksis. For å nå denne målsettingen, er det også i 2009 arbeidet systematisk med internkontroll og risikostyring. I løpet av året er det gjennomført risikoanalyser for å identifisere risikoer Folketrygdfondet er utsatt for, og aktuelle risikoreducerende tiltak er vurdert og iverksatt.

Administrerende direktør skal minst en gang årlig foreta en oppsummerende vurdering av om internkontrollen har vært gjennomført på en tilfredsstillende måte, og evalueringen skal være gjenstand for drøftelse mellom styret og ledelsen.

FORVALTNINGSMANDAT

Statens obligasjonsfond

Som et virkemiddel for å bidra til økt likviditet i, og kapitaltilgang til, det norske kredittobligasjonsmarkedet, etablerte Finansdepartementet i mars 2009 Statens obligasjonsfond med 50 mrd. kroner. Folketrygdfondet fikk i oppdrag å forvalte Obligasjonsfondet. Det er fastsatt at midlene skal plasseres til markedsmessige vilkår.

Regjeringen offentliggjorde bankpakke II den 08.02.09. Med sikte på å bidra til økt likviditet i, og kapitaltilgang til, det norske kredittobligasjonsmarkedet, ble etableringen av Statens obligasjonsfond (SOF) fremmet som en del av denne pakken. Lov om Statens obligasjonsfond trådte i kraft 06.03.09, mens forskrift om forvaltningen av Statens obligasjonsfond ble fastsatt 18.03.09.

Samme dag som forskriften ble fastsatt, ble Statens obligasjonsfond opprettet ved at 50 mrd. kroner ble overført fra Finansdepartementet som et kapitalinnskudd til Folketrygdfondet. Kapitalen ble plassert på en ikke-rentebærende konto i Norges Bank. Folketrygdfondet startet det interne arbeidet med å etablere nødvendige rutiner og systemer for å håndtere SOF umiddelbart etter regjeringens pressekonferanse i februar. Allerede 20. mars, det vil si to dager etter at midlene ble overført til Folketrygdfondet, ble den første investeringen i obligasjoner gjennomført.

I tillegg til at Statens obligasjonsfond er forankret i egen lov og forskrift er det inngått en forvaltningsavtale som regulerer forholdet mellom Finansdepartementet og Folketrygdfondet i forvaltningen av Obligasjonsfondet.

Plasseringsrammene som er fastsatt av Finansdepartementet regulerer hvilke markeder og typer instrumenter SOF kan plassere i. Obligasjonsfondets midler kan plasseres i rentebærende instrumenter hvor utsteder er hjemmehørende i Norge. SOF kan ikke investere i lån utstedt av staten eller kommuner. Inntil 10 prosent av Obligasjonsfondets midler kan investeres i ansvarlig lånekapital.

For den delen av SOF som er plassert i kredittobligasjoner er det ytterligere reguleringer av sammensetningen. Med unntak av reglene om kredittvurderingene kommer disse reglene først til anvendelse når 20 prosent av Obligasjonsfondets midler er plassert i obligasjonsmarkedet. Andelen investert i obligasjoner utstedt av selskaper innen bank og finans skal være mellom 25 og 65 prosent, mens andelen investert i obligasjoner utstedt av andre ikke-finansielle selskaper skal være mellom 35 og 75 prosent. Videre kan kapitalen i SOF investeres i obligasjoner denominert i norske kroner, euro, britiske

pund og amerikanske dollar, men investeringene skal valutasikres til norske kroner. Inntil 30 prosent av midlene kan plasseres i lån utstedt av foretak med svakere kredittvurdering enn BBB-, men det kan ikke investeres i lån fra utstedere med kredittvurdering CCC+ eller svakere. Folketrygdfondet benytter interne systemer for å vurdere rating for de utstedere som ikke er ratet av et av de tre ratingbyråene Moody's, Standard & Poor's eller Fitch. Maksimalt fem prosent av Obligasjonsfondets midler kan investeres i én enkelt utsteder.

Finansdepartementet fastsatte i brev 17.12.09 en referanseindeks for SOF som trer i kraft når 20 prosent av Obligasjonsfondets midler er plassert i markedet. Referanseindeksen er sammensatt av utdrag fra de to obligasjonsindeksene Barclays Capital Global Aggregate og Barclays Capital Global High Yield. Lån i de to indeksene utstedt av norske utstedere i norske kroner, euro, britiske pund og amerikanske dollar inngår i referanseindeksen. Sammensetningen av lån revektes i forhold til markedsvekten slik at lån utstedt av finanssektoren utgjør 45 prosent og andre ikke-finansielle foretak får en vekt på 55 prosent. Disse prosentatsene utgjør midtpunktet i forskriftens bestemmelser. Videre er det satt et tak på hvor stor andel lån med lavere kredittvurdering ("non-investmens grade", dvs. lån fra indeksen Barclays Capital Global High Yield) kan utgjøre. Dette taket er satt til 20 prosent. I tillegg er fondsobligasjoner (tier 1) tatt ut av indeksen. Referanseindeksen valutasikres til norske kroner.

Ett av formålene med Statens obligasjonsfond er å bidra til kapitaltilgang i kredittobligasjonsmarkedet i Norge. For å sikre at dette skjer til markedsbetingelser er det et krav i forskriften om at Folketrygdfondet må dokumentere at kjøp blir gjort til markedsriktig pris hvis Obligasjonsfondets andel er over 30 prosent eller andelen sammen med Statens pensjonsfond Norge er over 50 prosent i ett enkelt lån i førstehåndsmarkedet. Det samme gjelder hvis Obligasjonsfondet kjøper over 50 prosent av utestående volum i et lån i annenhåndsmarkedet.

Folketrygdfondet skal innen 31.12.13 legge frem en plan for avvikling av Statens obligasjonsfond for Finansdepartementet.

PORTEFØLJEUTVIKLING OG AVKASTNING

Statens obligasjonsfond

Statens obligasjonsfond ble etablert i mars, og ved utgangen av 2009 var 8,2 mrd. kroner investert i markedet. Verdien av Obligasjonsfondet økte gjennom 2009 med 613 millioner kroner.

Ved utgangen av 2009 var størrelsen på Statens obligasjonsfond (SOF) 50 622 mill. kroner. Av dette var 8 221 mill. kroner, eller en andel på 16,24 prosent, investert i markedet. De øvrige midlene står på en ikke-rentebærende konto i Norges Bank i påvente av obligasjonskjøp.

Det meste av obligasjonskjøpene ble gjort i andre kvartal, mens investeringstakten har vært noe lavere i andre halvår. Dette har sammenheng med at likviditeten i kredittobligasjonsmarkedet bedret seg betydelig gjennom andre kvartal, og at tilbudet av kapital fra andre investorer til obligasjonsmarkedet økte kraftig.

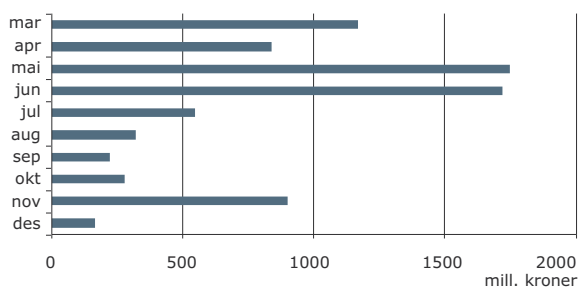
Statens obligasjonsfonds andel av investeringer i nye lån og emisjoner i eksisterende lån var da også klart størst i andre kvartal. Andelen i første kvartal er lav, men dette kommer av at første investering ble foretatt 20. mars, kort tid etter opprettelsen av Obligasjonsfondet. Som figuren viser har ikke Obligasjonsfondets andel av totalmarkedet i noen periode vært veldig stor. Effekten

på markedet i form av bedret tillit og bedre kapitaltilgang virker å ha vært klart større, blant annet som følge av at Obligasjonsfondet har fungert som et sikkerhetsnett for det norske markedet.

Avkastningen på den delen av kapitalen som er investert i markedet var på 13,08 prosent i 2009. Dette er en tidsvektet avkastning, som ikke tar hensyn til størrelsen på beløpene som ble investert. Alternativt kan vi beregne en pengevektet avkastning, hvor hver krone teller like mye, noe som gir en avkastning tilsvarende en årlig rate på 16,6 prosent. Den høye avkastningen kommer av at kredittpåslagene for obligasjonene gjennom 2009 ble markert lavere utover året.

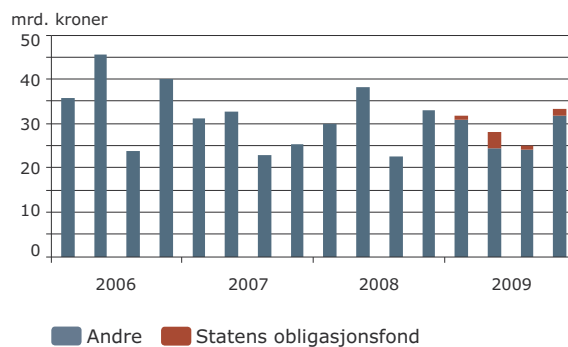
Investeringer i bank og finans var 50,5 prosent som andel av investert kapital, og investeringer i andre ikke-finansielle utstedere var på 49,3 prosent. De resterende 0,2 prosentene var verdien av valutasikringsforretningene. Ansvarlige lån utgjorde 11,5 prosent av investert kapital.

Kjøp i Statens obligasjonsfond 2009



Det første kjøpet av obligasjoner for Statens obligasjonsfond ble foretatt 20. mars 2009. Aktiviteten var størst i mars og mai-juni, men november var også en måned med store kjøp. Det ble i alt kjøpt obligasjoner for 7,9 mrd. kroner i 2009.

Kredittobligasjoner norske utstedere i NOK*



* Oversikten viser lån klassifisert som obligasjoner i databasen til Norsk Tillitsmann (www.stamdata.no). Sertifikater er ikke inkludert.

Statens obligasjonsfond ble etablert gjennom Lov om Statens obligasjonsfond som en del av bankpakke II. Hensikten er bl.a. å bidra til kapitaltilgang til kredittobligasjonsmarkedet i Norge. Obligasjonslån med fortrinnsrett i norske lån sikret med pant i bolig er ikke tatt med i figuren over. Det ble emittert 111,7 mrd. kroner i nye obligasjonslån i 2009 i det norske kredittobligasjonsmarkedet, hvorav Statens obligasjonsfond var kjøper av 6,4 prosent.

RISIKOSTYRING OG INTERNKONTROLL

Statens obligasjonsfond

I forvaltningen av Statens obligasjonsfond er det en rekke risikofaktorer Folketrygdfondet må forholde seg til. Noen av risikofaktorene oppstår som følge av bevisste valg og er en type risiko Folketrygdfondet i forvaltningen velger å ta med sikte på å oppnå god avkastning. Andre typer risiko oppstår uavhengig av investeringsvalgene, og er en type risiko som ikke er ønsket og heller ikke gir uttelling i form av bedre resultater. Folketrygdfondet legger betydelig vekt på å styre og kontrollere de ulike risikotypene og har fastsatt prinsipper for måling og styring av risiko og internkontroll.

Markedsrisiko

For Statens obligasjonsfond (SOF) er det ikke satt rammer for relativ eller absolutt markedsrisiko. Markedsrisikoen på absolutt nivå er likevel målt daglig, og den ligger på om lag samme nivå som markedsrisikoen for den norske renteporteføljen til Statens pensjonsfond Norge. Relativ markedsrisiko vil bli målt når referanseindeksen trer i kraft, dvs. når investert andel passerer 20 prosent.

Kredittrisiko

Folketrygdfondets styre har fastsatt maksimalrammer for kreditteksponering mot ulike utstedere som er basert på rating, både fra internasjonale kredittvurderingsfirmaer og fra interne kredittvurderingssystemer i Folketrygdfondet. Kredittrammeverket innebærer at rammen er større desto bedre rating utsteder har. I forskriften er det gitt en begrensning på 5 prosent som andel av kapitalen til Obligasjonsfondet per utsteder. For utstedere med de beste ratingnivåene er det grensen på 5 prosent som gir maksimal ramme.

Andelen av investert kapital som var investert i utstedere med svakere rating enn BBB- (non-investment grade) var på 29,4 prosent ved utgangen av 2009. Statens obligasjonsfond har ikke anledning til å investere i selskaper med rating lik CCC+ eller svakere. Imidlertid er det i forskriften gitt adgang til å beholde investeringer i selskaper som hadde tilstrekkelig god rating på investeringstidspunktet, men som senere er nedgradert enten hos eksterne ratingbyråer eller i Folketrygdfondets interne rating. Dette var ved utgangen av 2009 tilfelle for én utsteder i porteføljen.

Motpartsrisiko

Folketrygdfondets styre har fastsatt rammer for motpartseksponering mot ulike motparter. Også disse rammene er basert på

rating fra internasjonale kredittvurderingsfirmaer og fra interne kredittvurderingssystemer i Folketrygdfondet. Håndteringen av motpartsrisiko er nærmere beskrevet i omtalen av Statens pensjonsfond Norge, i kapittelet om risikostyring og internkontroll.

Valutakursrisiko

I henhold til forskrift for forvaltningen av Statens obligasjonsfond, skal plasseringene i utenlandsk valuta valutaskres mot norske kroner slik at Obligasjonsfondet ikke blir eksponert for endringer i kronekursen. Folketrygdfondets styre har med utgangspunkt i dette fastsatt rammer for hvor mye valutasammensetningen i den praktiske forvaltningen fra dag til dag kan avvike fra norske kroner.

Oppfølging av rammer for Statens obligasjonsfond

Forvaltningen har vært innenfor alle de rammer som er satt av Finansdepartementet og Folketrygdfondets styre i 2009. De fleste rammene blir kontinuerlig overvåket i Folketrygdfondets porteføljesystem, og automatiske varsler sendes ut fra systemet ved eventuelle brudd.

Operasjonell risiko og internkontroll

Operasjonell risiko og internkontroll i Folketrygdfondet overvåkes uavhengig av porteføljene som forvaltes. Det vises til omtale av dette området i kapittelet risikostyring og internkontroll for Statens pensjonsfond Norge i årsrapporten.

Statens obligasjonsfond fordelt etter kredittvurdering 31.12.09

Den norske renteporteføljen	S&P	Moody's	Fitch	Beste rating*	Norske meglerhus	Rating brukt i ramme-kontroll**
AAA/Aaa - stat	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
AAA/Aaa - privat	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
AA/Aa	3,8 %	13,3 %	3,8 %	13,3 %	9,7 %	3,8 %
A	17,0 %	7,6 %	13,4 %	14,9 %	9,3 %	28,7 %
BBB/Baa	10,9 %	14,5 %	13,7 %	13,7 %	36,6 %	37,8 %
BB/Ba	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	12,6 %	19,7 %
B	2,8 %	2,8 %	0,0 %	2,8 %	9,4 %	9,4 %
Lavere	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,7 %
Ingen vurdering	65,4 %	61,7 %	69,1 %	55,3 %	22,4 %	0,0 %

Kilde: Bloomberg

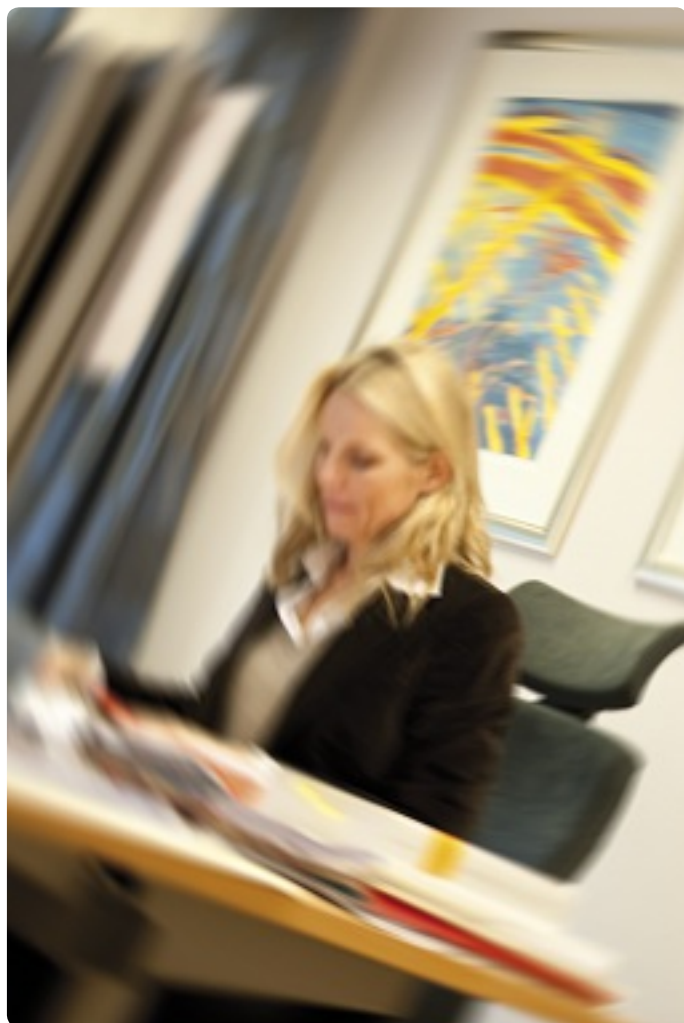
* Høyeste rating fra alle de utenlandske ratingbyråene sett under ett. DnB NOR Markets, First Securities, Nordea Markets.

** Ett selskap hadde intern rating B ved investeringstidspunktet, men ble senere nedgradert til CCC pga markedsbevegelser.

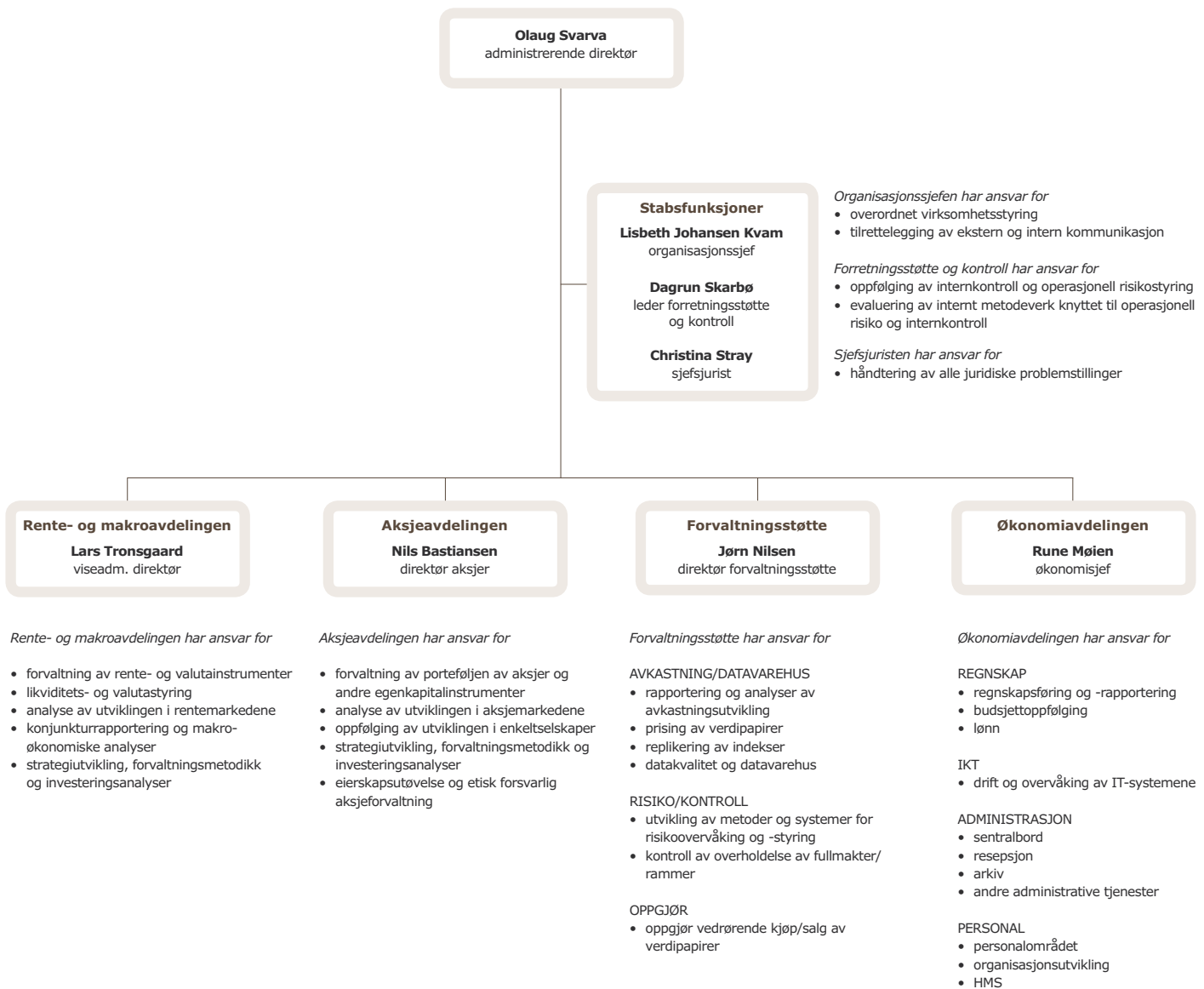
Nøkkeltall for risiko og eksponering

Ramme	Grense	Faktisk		
		30.06.09	30.09.09	31.12.09
Maksimal eksponering mot en enkelt utsteder	5 prosent	1,18 %	1,19 %	1,59 %
Andel ansvarlig lån	10 prosent	1,92 %	1,83 %	1,86 %
Investert andel		10,70 %	13,50 %	16,20 %
Andel Bank/Finans*	25-65 prosent	52,48 %	48,36 %	50,60 %
Andel industri*	35-75 prosent	47,52 %	51,64 %	49,40 %
Andel non-investment grade (lavere enn BBB-)*	30 prosent	23,02 %	30,11 %	29,40 %

* Gjelder som andel av investert kapital. Grensene gjelder når investert andel når 20 prosent.



FOLKETRYGDFONDETS ADMINISTRASJON



AVKASTNINGSENTVIKLINGEN OVER FLERE ÅR

Statens pensjonsfond Norge

Statens pensjonsfond Norge har en lang tidshorison, lengre enn for de fleste andre fond. Som en konsekvens av dette bør resultatene evalueres over lengre tidsperioder. I denne artikkelen ser vi på avkastningsutviklingen over ett, to, tre, fem og ti år. I tillegg viser vi avkastning for perioden 1998-2009. 1998 er valgt som startår fordi Folketrygdfondets avkastningsmåling siden dette året er blitt utført i henhold til den internasjonale standarden GIPS. I forvaltningen av Statens pensjonsfond Norge er det oppnådd meravkastning for alle flerårsperioder. For året 2009 ble det imidlertid mindreavkastning isolert sett. Til slutt i artikkelen ser vi på en flerfaktormodell for å evaluere avkastningen til den norske aksjeporteføljen. Resultatene fra denne analysen indikerer at porteføljens meravkastning ikke kan forklares av de faktorene vi har undersøkt.

Avkastningen for perioden 1998-2009 er beregnet som daglig avkastning for alle delporteføljene som deretter er geometrisk sammenvektet. Avkastningstallene for porteføljene i hele denne perioden er beregnet i henhold til prinsippene i GIPS (Global Investments Performance Standard). På Folketrygdfondets internettsider www.fff.no er månedlige avkastningstall for henholdsvis porteføljene og referanseporteføljene for hele perioden lagt ut.

Ved betydelige endringer i mandat er det i henhold til GIPS ikke riktig å sammenligne perioder før og etter et slikt skifte.

I GIPS-rapportene, som er tilgjengelig på Folketrygdfondets internettsider, er det derfor ikke vist flerårstall for perioder før utviklingen av kontolånsordningen i slutten av 2006 og etter oppbygingsperioden i starten av 2007. For nordiske aksjer er ikke januar 2007 tatt med i GIPS-rapporten. For nordiske renter var oppstart 28. februar 2007.

I tabellene som er vist i denne artikkelen er likevel hele historikken tatt med. For den norske renteporteføljen og totalporteføljen presiseres det at porteføljeegenskapene ble endret betydelig ved utviklingen av kontolånsordningen i slutten av 2006.

Avkastning 1998-2009, Statens pensjonsfond Norge

	ett år	to år	tre år	fem år	ti år	hele perioden	Nordiske porteføljer siden oppstart*
	2009	2008-2009	2007-2009	2005-2009	2000-2009	1998-2009	
Statens pensjonsfond Norge (brutto)	33,51 %	-0,02 %	3,15 %	5,86 %	6,77 %	6,35 %	
Meravkastning (netto)	-2,34 %	1,57 %	1,86 %	1,01 %	0,48 %	0,41 %	
Norske aksjer (brutto)	58,98 %	-10,10 %	-2,01 %	10,38 %	8,73 %	7,58 %	
Meravkastning (brutto)	-5,80 %	2,89 %	3,50 %	0,94 %	2,42 %	1,78 %	
Norske renter (brutto)	10,38 %	9,43 %	7,23 %	5,13 %	6,32 %	5,99 %	
Meravkastning (brutto)	2,05 %	1,35 %	0,79 %	0,41 %	-0,08 %	-0,06 %	
Nordiske aksjer (brutto)	17,62 %	-11,06 %	-6,60 %	4,82 %			1,25 %
Meravkastning (brutto)	-4,06 %	1,71 %	1,98 %	1,24 %			0,51 %
Nordiske renter (brutto)	-6,33 %	7,55 %					6,21 %
Meravkastning (brutto)	2,20 %	0,78 %					0,50 %

* Oppstart nordiske aksjer mai 2001 og nordiske renter februar 2007

Regresjonsanalyse (enfaktor - CAPM)

	Totalt	Norske aksjer	Nordiske aksjer	Nordiske renter	Norske renter
Gjennomsnittlig avkastning (aritmetisk), årlig prosent	6,54	10,15	0,91	6,45	5,86
Gjennomsnittlig meravkastning, årlig prosentpoeng	0,36	1,25	0,47	0,46	-0,07
Gjennomsnittlig alfa, årlig prosentpoeng	0,50	1,60	0,35	0,51	0,16
T-verdi alfa	0,00	1,39	0,80	0,96	0,00
Gjennomsnittlig betabidrag	-0,14	-0,35	0,12	-0,05	-0,23
Beta	0,92	0,92	0,97	0,98	0,84
T-verdi beta	-6,77	-6,02	-6,91	-1,19	-6,81
R-kvadrert	0,98	0,97	1,00	0,99	0,89
Standardavvik feilledd	0,01	0,04	0,01	0,01	0,01
Anslag risikofri rente	4,52	4,52	4,00	4,10	4,52
Antall observasjoner	144	144	103	34	144

Risikojustert avkastning og flere risikokomponenter

	Totalt	Norske aksjer	Nordiske aksjer	Nordiske renter	Norske renter
Relativ volatilitet	1,47	4,43	1,54	0,86	0,90
Standardavvik portefølje	8,44	23,21	25,56	9,11	2,52
Standardavvik referanse	9,12	24,85	26,40	9,27	2,84
Informasjonsrate	0,25	0,32	0,30	0,53	-0,08
Informasjonsrate (Appraisal Ratio)	0,34	0,36	0,23	0,59	0,18
Informasjonsrate pga beta ulik 1	-0,09	-0,04	0,08	-0,05	-0,26
Risikojustert meravkastning:					
- alfa	0,50	1,60	0,35	0,51	0,16
- M ²	0,53	1,75	0,37	0,50	0,10

Alfa (α) er den del av avkastningen som ikke er forklart ved at beta er ulik markedsbetaen på 1.

Beta (β) uttrykker hvor mye av porteføljens avkastning som kan forklares av markedet (i dette tilfellet av referanseporteføljen).

CAPM er definert ved $R_p = R_f + \beta(R_m - R_f)$, dvs. $(R_p - R_f) = \beta(R_m - R_f)$, hvor R_p er porteføljens avkastning, R_f er risikofri rente og R_m er markedets avkastning (referanseporteføljen er brukt som uttrykk for markedets avkastning i regresjonen). Hver enkelt månedlig observasjon av R_m og R_p er er fratrukket R_f for den aktuelle måned. Alfa fremkommer som konstantleddet i regresjonen (minste kvadraters metode) for $(R_p - R_f) = \beta(R_m - R_f) + \epsilon$, hvor ϵ er et såkalt standardfeilledd med forventning lik 0.

T-verdi er et uttrykk for statistisk signifikans til en estimert koeffisient (her alfa og beta). En absolutt t-verdi høyere enn 1,96 (ved 142 frihetsgrader) gir uttrykk for at koeffisienten er signifikant på 95 prosentnivå. Gjennomsnittlig betabidrag er $\alpha_p - \beta_p(R_m - R_f)$.

R-kvadrert gir i en lineær regresjon som her et uttrykk for korrelasjonen mellom porteføljen og markedet.

Standardavvik feilledd gir uttrykk for variasjon i porteføljens avkastning som ikke kan forklares av variasjon i markedets avkastning.

Anslag risikofri rente er gjennomsnittlig risikofri rente for hele perioden.

Relativ volatilitet er et uttrykk for variasjon i forskjellen mellom avkastningen til porteføljen og referanseporteføljen – målt ved standardavvik.

Standardavvik (σ) er et matematisk mål for hvor mye observasjonene til en tidsserie svinger rundt tidsseriens gjennomsnitt.

Informasjonsrate (IR) er et mål på meravkastning per aktiv risikoenhet. IR beregnes som forholdstallet mellom meravkastning og relativ volatilitet.

Appraisal ratio er IR for $\beta_p = 1$.

Risikojustert meravkastning uttrykt ved M^2 fremkommer ved at porteføljens avkastning utover risikofri rente først justeres ved at risikoen, målt ved standardavvik, skaleres til å bli lik indeksens risiko, og at indeksens avkastning utover risikofri rente deretter trekkes fra.

Tekstomtalen fokuserer derfor mest på den norske aksjeporteføljen, hvor det ikke har vært endringer i mandatet. For totalporteføljen var avkastningen for hele perioden 1998-2009 som et årlig gjennomsnitt 6,35 prosent. Det er 0,45 prosentpoeng bedre enn referanseporteføljen. Frastrukket forvaltningshonoraret blir meravkastningen 0,41 prosentpoeng. God avkastning for de to aksjeporteføljene er hovedårsaken til meravkastningen for hele Statens pensjonsfond Norge for denne perioden.

Den norske aksjeporteføljen hadde en avkastning på 7,58 prosent som et årlig gjennomsnitt for hele perioden, noe som er 1,78 prosentpoeng bedre enn referanseporteføljen. For femårsperioden 2005-2009 var avkastningen 10,38 prosent. Dette er 0,94 prosentpoeng bedre enn referanseporteføljen.

Siden oppstarten i mai 2001 har den nordiske aksjeporteføljen hatt en årlig avkastning på 1,25 prosent, et resultat som er 0,51 prosentpoeng bedre enn referanseporteføljen. For femårsperioden 2005-2009 var avkastningen for den nordiske aksjeporteføljen på 4,82 prosent. Det er 1,24 prosentpoeng bedre enn referanseporteføljen.

Kildene til meravkastningen over tid i forhold til referanseporteføljen kan skyldes et høyere risikonivå i Statens pensjonsfond Norges portefølje enn for referanseporteføljen. For å belyse dette viser vi ulike risikotall og risikojusterte avkastningstall for hele perioden 1998-2009. Avkastningstallene i tabellen for regresjonsanalyse (CAPM) og risikojustert avkastning er beregnet som aritmetisk månedlig gjennomsnitt og er gjengitt på årlig basis ved å multiplisere med 12. Tallene for regresjonsanalysene er beregnet med utgangspunkt i kapitalverdimodellen (CAPM).

Risiko er her målt ved hjelp av to ulike metoder; som standardavvik og med utgangspunkt i kapitalverdimodellen. Det er et gjennomgående trekk at standardavviket for porteføljene til Statens pensjonsfond Norge er lavere enn for sine respektive referanseporteføljer. Ved kapitalverdimodellen estimeres porteføljens beta. En beta på 1 in-

nebærer samme risikonivå som referanseporteføljen. For totalporteføljen og alle underporteføljene er beta mindre enn markedsbetaen på 1. Det viser at Folketrygdfondet i forvaltningen har tatt mindre risiko sett i forhold til risikonivået i referanseporteføljen. Med unntak av for delporteføljen nordiske renter viser testen (T -verdi $> 1,96$) at den beta som regresjonsanalysen indikerer er signifikant under 1. For den nordiske renteporteføljen er ikke beta signifikant forskjellig fra 1.

Lavere innslag av risiko enn referanseporteføljen, både målt ved standardavvik og beta, medfører at risikojustert meravkastning, målt som M^2 og alfa, normalt er høyere enn ujustert meravkastning når denne er positiv. Det er også tilfellet for totalporteføljen og delporteføljene med unntak av nordiske aksjer. For nordiske aksjer forstyrres dette bildet av at referanseporteføljens avkastning er lavere enn anslaget på risikofri rente som er benyttet i regresjonen.

Alfa, som er det estimerte konstantleddet i regresjonen, kan tolkes som den delen av avkastningen til porteføljen som ikke er forklart ved at beta er ulik markedsbetaen på 1. For den norske aksjeporteføljen er alfa 1,60 på årsbasis. Den gjennomsnittlige meravkastningen (utregnet som 12* månedlig meravkastning) på 1,25 prosent kan deles opp i en risikojustert meravkastning på 1,60 prosent og en negativ komponent på 0,35 som følge av at beta har vært lavere enn 1.

Mens beta fra regresjonen for den norske aksjeporteføljen var signifikant mindre enn 1, er ikke alfakomponenten signifikant større enn 0. Det gjør at dekomponeringen av avkastningen i avsnittet over ikke kan brukes som et statistisk bevis på at forvaltningen av den norske aksjeporteføljen har vært bedre enn slavisk å følge referanseporteføljen.

Kapitalverdimodellen, som er brukt i regresjonsanalysen over, er en enkel modell hvor avkastningen til porteføljen søkes forklart med én faktor (markedets avkastning utover risikofri rente). Denne modellen ble utviklet på 60-tallet parallelt av Sharpe, Lintner og Mossin¹.

Regresjonsanalyse tre faktorer

	R-kvadrert	Alfa annualisert*	Beta ₃	HML	SMB
Aksjer Norge	0,97	2,16	0,91	0,00	-0,03
t-verdi		1,71	-5,13	-0,04	-1,14
p-verdi		0,09	0,00	0,97	0,25

* Alfa i regresjonen er månedlig. I tabellen er denne vist årlig ved å ta månedlig alfa*12

Alfa (α) er den del av avkastningen som ikke er forklart ved de tre faktorene.

Beta₃ (β₃) uttrykker hvor mye av porteføljens avkastning som kan forklares av markedet (i dette tilfellet av referanseporteføljen). Den skiller seg fra β i den enkle regresjonen vi tidligere så på ved at det her er to tilleggsfaktorer.

HML (h) er eksponeringen mot verdifaktoren og uttrykker hvor mye av avkastningen som kan forklares av denne.

SMB (s) er eksponeringen mot småselskapsfaktoren og uttrykker hvor mye av avkastningen som kan forklares av denne.

Trefaktormodellen er i regresjonsanalysen definert ved $R_p - R_f = \alpha + \beta_3(R_m - R_f) + h \cdot HML + s \cdot SMB + \epsilon$, hvor R_p er porteføljens avkastning, R_f er risikofri rente, R_m er markedets avkastning (referanseporteføljen er brukt som uttrykk for markedets avkastning i regresjonen). Alfa fremkommer som konstantleddet i regresjonen (minste kvadraters metode), hvor ϵ er et såkalt standardfeilledd med forventning lik 0.

T-verdi er et uttrykk for statistisk signifikans til en estimert koeffisient (her alfa og beta). En absolutt t-verdi høyere enn 1,96 (ved 142 frihetsgrader) gir uttrykk for at koeffisienten er signifikant på 95-prosentnivå. Gjennomsnittlig betabidrag er $\alpha_p - (R_p - R_m)$.

P-verdi er sannsynligheten for å oppnå et resultat som er minst like ekstremt som det observerte gitt at nullhypotesen er sann. En t-verdi på 1,96 i tabellen over tilsvarer en p-verdi på 5%. Nullhypotesen om at koeffisienten er null (1 for beta) forkastes dersom p-verdien er mindre enn 5%.

Kapitalverdimodellen ble videreutviklet etter dette, og i 1992 og 1993 publiserte Fama og French arbeider som viste at kapitalverdimodellen ikke fullt ut klarer å forklare variasjonen i avkastning i aksjemarkedet. De viste at ytterligere to faktorer, småselskaper og selskaper med høy bokført egenkapital i forhold til markedsværdien (verdi- i motsetning til vekstselskaper) på en systematisk måte forklarer aksjemarkedet. De publiserte en modell som utvider kapitalverdimodellen med å ta med disse to faktorene i tillegg til aksjemarkedet, slik at det blir en trefaktormodell. Senere har andre bidragsyttere vist at flere faktorer enn disse kan gi økt forklaringsgrad til markedsutviklingen.

Vi har gjennomført en slik trefaktoranalyse for den norske aksjeporteføljen for perioden 2000-2009 hvor vi bruker de to opprinnelige faktorene til Fama og French (småselskaper og verdi).

Professor Bernt Arne Ødegaard² ved Universitet i Stavanger har beregnet tidsserier for mulige norske faktorer. Her inngår bl.a. småselskapsfaktoren og verdifaktoren fra trefaktormodellen til Fama og French. Bernt Arne Ødegaard har stilt dette tallmaterialet til disposisjon for Folketrygdfondet, slik at vi kan gjøre en analyse av avkastningsutviklingen for den norske aksjeporteføljen.

Statens pensjonsfond Norges norske aksjeportefølje har med bruk av denne modellen oppnådd en alfa på 2,16 prosentpoeng årlig. Denne alfaen er signifikant på 90-prosentnivå. Modellen viser også at porteføljen har hatt en beta mot markedet på 0,91 som er signifikant lavere enn 1, mens eksponeringene mot verdi- og småselskapsfaktorene har vært ubetydelige og ikke signifikante. Dette indikerer at den oppnådde meravkastningen er et resultat av god aktiv forvaltning, og ikke et resultat av eksponeringer mot de tre systematiske risikofaktorene i trefaktormodellen.

¹ Jan Mossin var professor ved Norges Handelshøyskole.

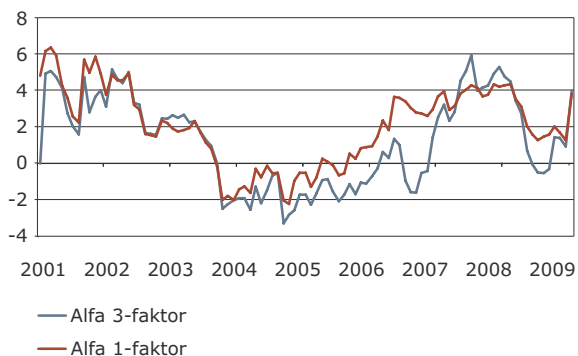
² Bernt Arne Ødegaard er varamedlem til Folketrygdfondets styre.

Resultatene omtalt i avsnittene over er relatert til den norske aksjeporteføljen for 12-års perioden 1998-2009 for CAPM og trefaktormodellen. Dersom vi ser på kortere deler av denne perioden, får vi frem endringer i risikobildet over tid.

Figurene viser estimatene for alfa og beta over rullerende 24-månedersperioder for Statens pensjonsfond Norges

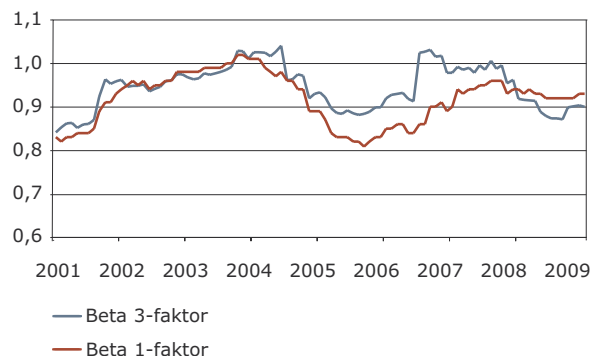
norske aksjeportefølje. I figurene er estimatene beregnet både med utgangspunkt i CAPM og med trefaktormodellen. Alfaestimatet viser i stor grad samme utvikling uavhengig av valg av modell, og har vært positiv i de fleste periodene. For betaestimatene er det også godt samsvar mellom estimatene fra de to ulike modellene, men estimatene med enfaktormodellen viser mindre variasjon over tid enn estimatene fra trefaktormodellen.

Alfaestimat over rullerende 24-mnd. perioder for norske aksjer



Alfaestimatet basert på 24 månedlige observasjoner i de fleste periodene vært positiv, men var negativ i slutten av 2003 til 2006. Estimatet basert på 3-faktormodellen har svingt noe mer enn estimatet basert på 1-faktormodellen og viste også en kort periode negativ alfa i 2009.

Betaestimat over rullerende 24-mnd. perioder for norske aksjer



Betaestimatet basert på 24 månedlige observasjoner var både i 2001 og 2006 nede på 0,82. i 2004 kom beta over 1 basert på begge modellene, og det var tilfellet også for 3-faktormodellen i 2006, men ikke for 1-faktormodellen.



2000-TALLET: FRA OPTIMISME TIL KRISE

Av Ådne Cappelen og Torbjørn Eika, Forskningsavdelingen, Statistisk sentralbyrå*.

Oppløsningen av Østblokken var en medvirkende årsak til en svak utvikling av Norges bytteforhold med utlandet gjennom store deler av 1990-tallet. Kinas inntreden i WTO i 2000 bidro til sterk vekst i verdensøkonomien på 2000-tallet og endringer i relative priser som var til Norges fordel. På 2000-tallet har Norges inntekter derfor vokst mye. Men tross nye regler for økonomisk politikk, har utviklingen vist at svingningene i økonomien ikke er en saga blott.

Ved innledningen til 1990-tallet var verden – slik vi hadde opplevd den i det ”korte århundre” fra 1917-1989¹ – i sterk forandring. Oppløsningen av Sovjetunionen og Warszawa-pakten innebar at den ”andre verden” plutselig var borte. Igjen sto vi med ”første” og ”tredje” verden. Før 1990 var tredje verden i stor grad delt i ulike interesserferer knyttet til ”første” og ”andre” verden, men nå måtte landene finne sin plass i et nytt geopolitisk regime. Det påvirket allerede tidlig på 1990-tallet små vest-europeiske land som søkte medlemskap i EU. Noen av de øst-europeiske landene som hadde tilhørt ”andre verden” forsøkte å finne en plass i første verden, og flere av dem ble etter hvert opptatt som EU-medlemmer. Mange så på oppløsningen av andre verden som ”slutten på historien”², mens andre var langt mer pessimistiske.³

På begynnelsen av 1990-tallet, var verdensøkonomien mer globalisert enn den noen gang hadde vært. Globaliseringen ble forsterket ved utviklingen av World Wide Web og bruken av nettet økte voldsomt utover på 1990-tallet. Nye selskaper knyttet til IT-næringen dukket opp. Det var høyst uklart hva noen av disse var verd, og en rekke ”luftslott” ble bygd og gikk konkurs da IT-boblen sprakk våren 2001.

Hva hadde landene i ”andre verden” og særlig Russland mye av som de kunne tilby den globaliserte verdensøkonomien? Forenklet sagt hadde de råvarer å selge for å finansiere sin import av bearbejdede varer og ikke minst luksuskonsumvarer. Tilbudet av råvarer økte derfor mye, særlig fra Russland. Det førte til at både oljeprisene og en rekke andre råvarepriser, slik som aluminium, sank til et

lavt nivå på begynnelsen av 1990-tallet. Dette var en ugunstig utvikling for Norge fordi vi er også nettoeksportør av råvarer og nettoimportør av bearbejdede industrivarer. Norge opplevde derfor et bytteforholdstap.

Politikkresponsen i Norge på den vanskelige situasjonen vi befant oss i etter vår selvpåførte bankkrise fra slutten av 1980-tallet og de ugunstige markedsforholdene internasjonalt, var ikke åpenbar. I Sverige fikk man til sammenlikning en klar dreining i politikk og økonomi vekk fra den ”svenske modellen” og i retning av en mer liberalistisk modell. I Norge valgte vi derimot en videreutvikling av tradisjonelle løsninger i den økonomiske politikken som på flere punkt brøt med datidens internasjonale trender. Solidaritetsalternativet representerte ikke egentlig noen vesentlig omlegging av politikken i Norge, men snarere en systematisering og et helhetlig grep i den økonomiske politikken.

Utover 1990-tallet skjedde det en gradvis bedring i bytteforholdet og den økonomiske veksten internasjonalt tok seg kraftig opp. En gunstig internasjonal utvikling sammen med politikken som ble ført, bidro til høyere vekst også i norsk økonomi. Arbeidsledigheten ble redusert til mer normale nivåer mot slutten 1990-tallet, etter å ha økt til uvanlige høyder på begynnelsen av 1990-tallet. Også inflasjonen var lav på 1990-tallet og på linje med land rundt oss, etter at 1980-tallet hadde vært tiåret med særnorsk høy inflasjon, se Bjørnstad mfl. (2009).

Men slutten av 1990-tallet var ikke bare fryd og gammen. Finanskrisen i øst-asiatiske land i 1998 rammet Norge kraftig.

* Takk til Tore Lindholt for kommentarer til tidligere utkast.

¹ Begrepet ”de korte århundre” skriver seg fra undertittelen på Hobsbawm (1995)

² Jfr. Fukuyama (1992)

³ Sivilisasjonskonflikter er tema for Huntington (1996)

Krisen hadde tilknytning til spekulasjonsaktige investeringer i eiendom, lave pengemarkedsrenter og gradvis liberaliserte kapitalmarkeder i disse landene. Da krisen var et faktum, sank oljeprisene kraftig og kronkursen viste seg umulig å forsvare selv med svært høye renter i Norge. Selv om høye renter ikke var noen ulykke for Norge, gitt konjunktursituasjonen vi befant oss i, var kronesvekkelsen i strid med Solidaritetsalternativet. Asia-krisen og erfaringene med Solidaritetsalternativet på slutten av 1990-tallet ga derfor opphav til en fornyet diskusjon om innretning av den økonomiske politikken. Norges Bank og noen økonomer innen akademia ledet an i argumentasjonen for at Norge skulle innføre et inflasjonsmål for pengepolitikken i motsetning til datidens valutakursmål.

Også et annet viktig trekk ved norsk økonomi skulle komme til å prege diskusjonen om en nyorientering av makroøkonomisk politikk; veksten i Statens pensjonsfond utland. Fondet ble første gang tilført midler i 1996. Som følge av høy oljeproduksjon og gjennomgående høye oljepriser, økte overskuddene på statsbudsjettet og fondet sterkt. Hvordan oljeinntektene skulle innføres i økonomien ble på ny aktuelt.

Denne artikkelen er en oppfølger av Cappelen m.fl. (2000). Temaet for ti år siden var om ny teknologi og globalisering hadde endret økonomien på en slik måte at gamle erfaringer ikke lenger var brukbare for å forstå datidens situasjon. Nå tar vi opp erfaringene fra det første tiåret på 2000-tallet. I dag er det vel knapt noen som mener at tidligere erfaringer ikke lenger har relevans. Finanskrisen kan oppfattes som en følge av at man ikke har evnet å holde fast på det man en gang lærte av historien; det reguleringsregimet som kom på plass etter depresjonen og bankkrisene i mellomkrigstiden. Norge har på ingen måte gått klar av finanskrisen, men vi mener at vår evne til å lære av historien ikke har vært så verst. Dette kan forklare hvorfor det denne gangen ikke ble noen soliditetskrise i det norske bankvesenet, og

hvorfor den økonomiske politikken og våre institusjoner så langt har evnet å håndtere effektene av krisen godt. Når kriser kommer utenfra, er det ikke så mye et lite land kan gjøre annet enn å manøvrere som best man kan på et ”stormfullt hav”.

”Finanskrisen kan oppfattes som en følge av at man ikke har evnet å holde fast på det man en gang lærte av historien”

I denne artikkelen går vi først kort gjennom noen viktige endringer i økonomiske rammebetingelsene internasjonalt. Vi drøfter deretter noen endringer i den økonomiske politikken i Norge som har preget det siste tiåret. Så går vi gjennom konjunkturutviklingen i denne perioden før vi ser litt nærmere på det vi kan kalle tilbudssiden i norsk økonomi. Til slutt omtales finanskrisen, dens årsaker og mulige følger.

Endringer i internasjonale rammebetingelser på 2000-tallet

Ved sin inntreden i WTO i 2000 ble Kina for alvor en del av internasjonal økonomi med de spilleregler som, i det minste i prinsippet, gjelder for alle medlemsland. Kina var allerede i 2000 en stor økonomi, men har siden vokst til å bli en ledende økonomi i verden og passerte Tyskland som verdens største eksportør i 2009. Også India – som etter sin selvstendighet etter andre verdenskrig hadde ført en politikk basert på importrestriksjoner – åpnet sin økonomi gradvis overfor verden og har blitt en økonomisk stormakt på 2000-tallet.

I motsetning til hva oppløsningen av den ”andre verden” betydde for Norge på begynnelsen av 1990-tallet i form av tapt bytteforhold til utlandet, hadde kinesisk økonomi mye av det Norge har relativt lite av (arbeidskraft) og lite av det Norge har relativt mye av (råvarer). Den sterke veksten i Kina innebar derfor sterk vekst i kinesisk import av råvarer og ditto eksport av arbeidsintensive produktet og ikke minst konsumgoder. Med kontroll på valutakursen og enorme arbeidskraftsressurser, ”oversvømmet” Kina verden med stadig billigere varer på 2000-tallet. Dette har skapt ubalanser i betalingsstrømmene i verden, og har ikke minst

⁴ Kina slipper nå ut mer Kyoto-gasser enn noe annet land i verden, selv om utslippene per innbygger ennå bare er tredjeparten av nivået i USA. På stadig flere arenaer er derfor Kinas deltakelse essensiell hvis viktige beslutninger på internasjonalt nivå skal fattes. En av de viktige, men lite påaktede, begivenheter i 2009 var toppmøtet mellom de såkalte BRIC-landene (Brasil, Russland, India og China). Disse fire landene hvor i det minste tre av dem vokser fort, er en utfordrer til det gamle G7-nettverket. De er selsagt med i G20-gruppen, men denne gruppen utgjør ennå ikke en global aktør i koordinering slik G7-gruppen var tidligere.

vært en utfordring for mange sentralbanker. Den sterke kinesiske veksten kan ses på som et ”tilbudssidesjokk” som pengepolitikken normalt ikke kan gjøre noe særlig med, men som har betydning for sentralbanker som skal innrette pengepolitikken mot et inflasjonsmål.

For Norge innebar Kinas vekst en bedring i bytteforholdet overfor utlandet. Dette medførte at disponibel realinntekt for Norge økte mer enn volumveksten i BNP i mange år på 2000-tallet. Fra 1999 til 2009 økte disponibel realinntekt for Norge med 48 prosent, 37 prosent regnet per innbygger (se figur 1-2).

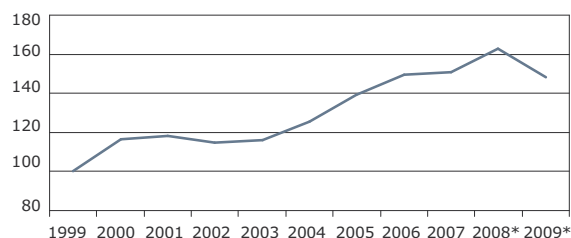
En annen endring i internasjonal økonomi som fikk stor betydning for Norge, var utvidelsen av EU østover i 2004. Etter hvert kom mange arbeidstakere fra nye EU-land til Norge under konjunkturoppgangen fra midten av 2000-tallet. Dette bidro til å lette presset i økonomien særlig innenfor service- og byggefagene. For å holde oss til det enkle markedsskjemaet kan vi si at tilbudskurven i Norge flyttet seg ytterligere mot høyre og muliggjorde sterk vekst i etterspørselen uten sterk prisvekst. To endringer i organiseringen av internasjonal økonomi førte altså til at Norge fikk økt sitt produksjons- og inntektsgrunnlag i løpet av 2000-tallets første tiår.

Men utviklingen har også vært preget av negative trekk. Kanskje mer enn noen annen begivenhet de siste ti årene er terrorangrepet på USA 11. september 2001 det som har preget og fortsatt preger verden. Det ”ledet” til invasjonene i Afghanistan og Irak som fortsatt pågår og som har store kostnader for de som berøres og bidrar til å undergrave bærekraften i USAs statsfinanser. Endelig må vi også nevne de globale miljøproblemene. De får stor oppmerksomhet, men evnen til å løse disse, ser ikke ut til å være tilstede.

Til tross for de negative momentene mener vi at 2000-tallet gjennomgående er dominert av optimistiske synspunkter på teknologiutvikling og organisering av økonomisk politikk og institusjoner. Når det gjelder teknologi var, som tidligere

Fig. 1. Disponibel realinntekt for Norge

1999 = 100



*Foreløpige nasjonalregnskapstall

Kilde: Statistisk sentralbyrå

nevnt, produktivitetsveksten høy og økende på 1990-tallet. IT-boblen i finansmarkedene og nedturen i 2001, dempet den største optimismen noe og viste at mange av de tradisjonelle økonomiske mekanismene fortsatt gjorde seg gjeldende. Utover på 2000-tallet, etter at konjunkturedgangen i 2001/2002 var et tilbakelagt stadium, kom Kina-effekten til å gi grobunn for ny optimisme. Igjen mente mange økonomer at verdensøkonomien var i en bedre forfatning enn den hadde vært på mange tiår, med høy økonomisk vekst, lav ledighet og inflasjon og mindre svingninger enn tidligere. Myndighetenes håndtering av IT-boblen økte selvtiliten og gjorde at man mente at man var i et slags nytt regime. Men finanskrisen i 2008 har endret manges oppfatning av den globale markedsøkonomiens robusthet mer grunnleggende enn hva tilfellet var da IT-boblen sprakk i 2001.

Nye regler for økonomisk politikk i Norge

I mars 2001 ble strategien for den økonomiske politikken i Norge lagt om. I pengepolitikken gikk en vekk fra at renten utelukkende skulle innrettes mot å holde en fast valutakurs overfor euro. I stedet gikk man over til et inflasjonsmål, men hvor stabilitet i valuta, produksjon og sysselsetting også skulle vektlegges. Finanspolitikken skulle som før, være et virkemiddel i stabiliseringspolitikken, men samtidig

Fig. 2. Vekstbidrag til disponibel realinntekt for Norge

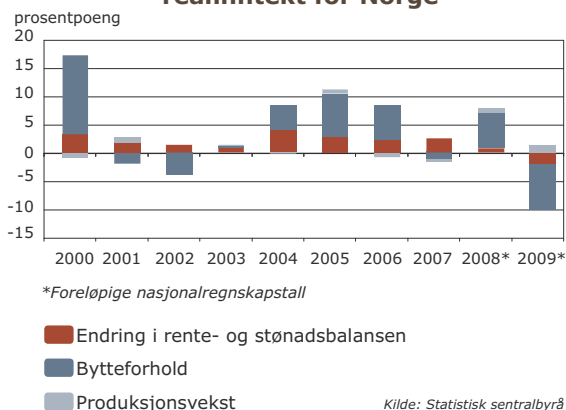
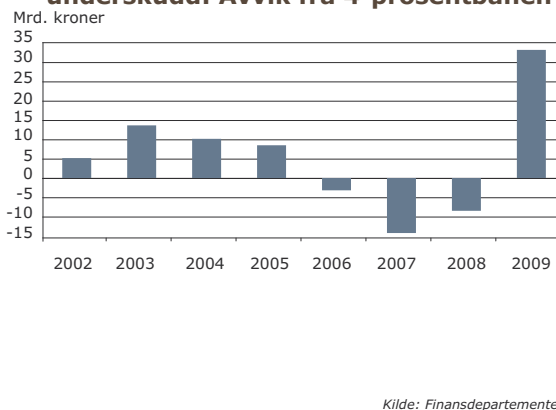


Fig. 3. Strukturelt oljekorrigert budsjettunderskudd: Avvik fra 4-prosentbanen



skulle en gradvis fase inn ”oljeinntekter” i norsk økonomi – altså en underliggende ekspansiv finanspolitikk målt ved underskuddet i den strukturelle oljekorrigerte balansen på statsbudsjettet (SOBU). Over tid skulle SOBU tilsvare den forventede realavkastningen av Statens pensjonsfond utland. Dette kalles den finanspolitiske handlingsregelen.

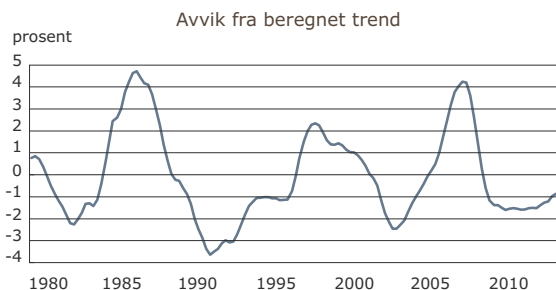
Flere forhold lå bak endringene som kom i 2001. Det hadde vist seg at med fast valutakurs klarte ikke finans- og inntektspolitikken å dempe tilstrekkelig for de sterke impulsene som norsk økonomi ble utsatt for. Dessuten ble den finanspolitiske disiplinen svekket utover på 1990-tallet etter hvert som statsfinansene bedret seg og oljeinntektene ble høye. Det var nødvendig å presisere hva handlingsrommet i finanspolitikken skulle være, dvs. å definere en ny ”krittstrek” for statsbudsjettet. Det fikk man med innføringen av handlingsregelen.

Med frie kapitalbevegelser viste det seg i praksis vanskelig å holde en fast nominell valutakurs. Asia-krisen i 1998 viste dette klart. Selv om inflasjonen på 1990-tallet var moderat, maktet man ikke å holde en fast valutakurs når det ble uro i de internasjonale finansmarkedene. I perioder før denne uroen brøt ut og hvor veksten i Norge var sterk, hadde

man hatt behov for pengepolitisk innstramming, men for at valutakursen ikke skulle bli for sterk i 1997, måtte Norges Bank sette ned styringsrentene. Pengepolitikken ble derfor medsyklisk. Kravet til stabil valutakurs hadde nærmest forrang framfor realøkonomisk stabilitet.

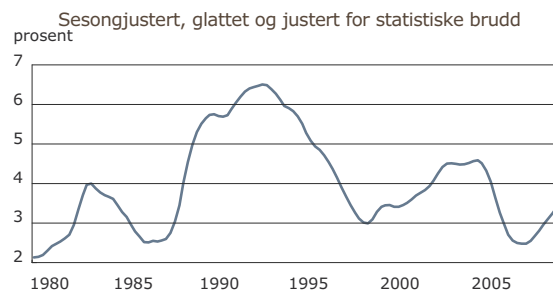
Ble så de nye politikreglene fulgt? Figur 3 viser årlige avvik fra en (for) streng tolkning av handlingsregelen for finanspolitikken – eller 4-prosentbanen. Underskuddene i 2002-2005 er ”for store”, men i disse årene hadde vi en lavkonjunktur 2002-2004 som en isolert sett skal ta hensyn til i utformingen av politikken. IT-boblen ga også et kraftig fall i fondets verdier, og justeringene av pengebruken som følge av slike endringer kan gjøres over flere år. Under høykonjunkturen 2006-2008 brukte man mindre enn 4-prosentbanen tilsier, i tråd med en aktiv bruk av finanspolitikken i stabiliseringsøyemed. I 2009 brukte man mye mer enn 4-prosentregelen, men som vi omtaler under, skyldes dette finanskrisen og bekymringen for et betydelig tilbakeslag i norsk økonomi. Det påvirket også budsjettet for 2010. Det må også legges til at den nøyaktige tallfestingen av den strukturelle budsjettbalansen er usikker og kan komme til å vise seg å være for høyt anslått, jfr. Eika (2009). Vi mener finanspolitikken har vært i tråd med handlingsreglen.

Fig. 4. BNP Fastlands-Norge



Kilde: Statistisk sentralbyrå

Fig. 5. Arbeidsledighetsraten



Kilde: Statistisk sentralbyrå

Håndteringen av finanskrisen fra høsten 2008 viser imidlertid at penge- og kredittpolitikk er mer enn bare rentepolitikk. Sentralbanken og myndighetene måtte bruke flere virkemidler enn bare renten og aggregert finanspolitikk når finanskrisen satte inn. Da er det ikke bare "politikkregler" som teller, men det økonomer kalles "diskresjonær" eller ad hoc virkemiddelbruk.

I perioden 2002 til 2009 var inflasjonen målt ved veksten i konsumprisindeksen i gjennomsnitt 1,8 prosent, mens justert for avgiftsendringer og uten energivarer var veksten 1,5 prosent. Til tross for at dette er klart lavere enn inflasjonsmålet, vurderer vi på ingen måte dette som en indikasjon på at "regelen" ikke er fulgt, eller at politikken har vært mislykket. I lys av at Norge til tider har importert lav inflasjon som følge av Kina-effekten omtalt ovenfor, er det fornuftig ikke å motvirke en slik tilbudssideendring gjennom pengepolitikken. Etter vår vurdering kan kanskje Norges Banks kommunikasjon til tider kritiseres for å ignorere forskriftens pålegg om å vektlegge stabilitet i andre forhold enn inflasjon. I noen situasjoner kan den også kritiseres for å ha reagert litt sent. Da finanskrisen eskalerte 15. september 2008 ble styringsrenta holdt uendret ved rentemøtet 24. september, og bare redusert med til sammen 1 prosentpoeng inntil midten av desember. Likeledes var politikken

gjennom 2002, da renten ble økt mens de internasjonale konjunktorene var helt tydelig på vei ned, uheldig.

Heller ikke i den høykonjunktoren vi nettopp har lagt bak oss, og etter at nye politikkkregler var på plass, har vi lykkes veldig godt med å stabilisere økonomien. Etter vår oppfatning skyldes det at penge- eller finanspolitikk ikke er tilstrekkelige virkemidler hvis man har store ambisjoner om stabilisering i en petroleumsøkonomi som den norske.

Norsk økonomi på 2000-tallet

– konjunkturutviklingen

På 1980-tallet og delvis 1990-tallet var svingningene i norsk økonomi i stor grad egengenererte. Den dype norske lavkonjunktoren som startet i 1989, var nærmest motsatt av den internasjonale sykelen, særlig i Europa, hvor tysk samling i 1989 ledet fram til en kraftig oppgang. Først i 1991 snudde utviklingen ute og gjorde at den norske konjunktoren opplevde en slags "W" på begynnelsen av 1990-tallet, og en "M" i figuren for arbeidsledighetsraten⁵, (se figur 4-5).

Etter at norsk økonomi hadde vært i oppgang siden begynnelsen på 1990-tallet, og nådde en konjunkturtopp i 1998, avtok veksten noe gjennom 1998. Uro i internasjonale kapitalmarkeder i forbindelse med den såkalte Asia-krisen,

⁵ Grafen i figur 4 baserer seg på bruk av et såkalt Hodrick-Precott-filter (parameter lamda er satt lik 40 000) på sesongjusterte og glattede nasjonalregnskapstall for BNP Fastlands-Norge. Dette filteret produserer en trend som kan tolkes som langsiktig normal produksjon og utviklingen i den som den underliggende veksten i norsk økonomi. Veksten i trenden er vist i figur 17 i neste avsnitt. Figur 4 viser det prosentvise avviket mellom faktisk BNP Fastlands-Norge (sesongjusterte og glattet for å være helt presis) og trend-nivået og er et mål på konjunktursvingningene i norsk økonomi.

Fig. 6. Norske renter

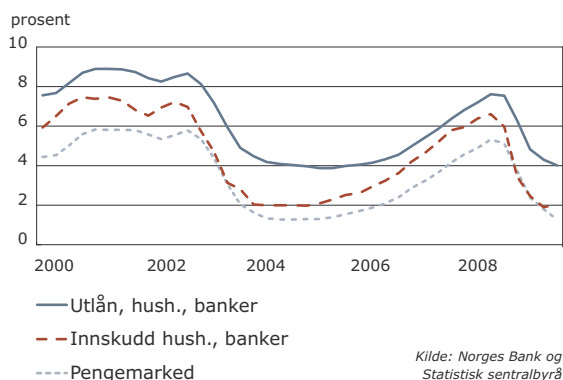
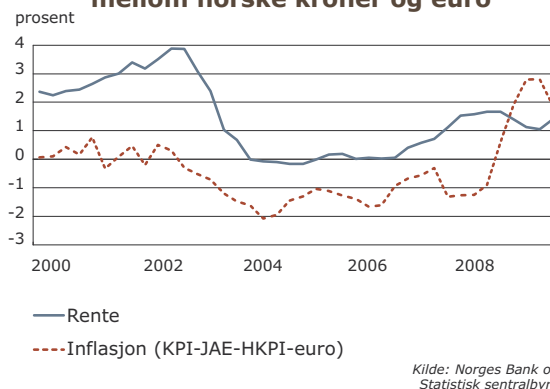


Fig. 7. Rente- og inflasjonsforskjell mellom norske kroner og euro



bidro i en kort periode til svakere vekst i norske eksportmarkeder og til at oljeprisen falt kraftig. I et forsøk på å forsvare kronkursen ble norske styringsrenter mer enn doblet i løpet av sommeren 1998. Gjennom 1999 ble så de norske styringsrentene satt markert ned, noe som bidro til at høykonjunkturen varte enda noen år. Også høye oljeinvesteringer bidro til at høykonjunkturen ble ganske langvarig i Norge.

Som følge av den lange perioden med høy vekst i Norge, steg norske lønninger mye kraftigere enn hos våre handelspartnere. Våren 2002 satte derfor Norges Bank renta litt opp av frykt for økt inflasjon. I utlandet ble rentene derimot satt ned. Dermed appresierte krona kraftig og den kostnadmessige konkurranseevnen ble sterkt svekket fra to sider, både fra utviklingen i kronkurs og lønninger. Når det internasjonalt samtidig var et markert konjunkturtilbakeslag da IT-boblen sprakk, fikk konkurranseutsatte virksomheter det vanskeligere, og eksporten falt i 2002 og 2003. Etter at oljeprisen hadde vært under 10 dollar per fat i kjølvannet av Asia-krisen, kom en markert stigning, og høsten 2000 var oljeprisen over 30 dollar. Til tross for dette falt oljeinvesteringene til og med 2002.

De negative impulsene både fra oljevirksomheten og pengepolitikken sammen med svakere utvikling i utlandet, svekket konkurranseutsatt virksomhet og førte til en norsk

konjunkturedgang. Sysselsettingen hadde nesten ikke økt på fire år og arbeidsledigheten nær doblet seg på fire-fem år. Det som hindret en mye kraftigere nedgang, var at etterspørselen fra husholdningene og offentlig sektor holdt seg godt oppe. Lav prisvekst, blant annet på grunn av økende import fra lavkostland som Kina, bidro til en relativt høy reallønnsvekst, slik at husholdningenes inntekter utviklet seg bra, til tross for økte renter og konjunkturedgang. Da så rentene ble satt kraftig ned fra desember 2002, jfr. figur 6-7, var grunnlaget lagt for et omslag i norsk økonomi og konjunkturbunnen ble nådd tidlig i 2003. Finanspolitikken ble også lagt om i ekspansiv retning i 2003. Sammen med stimulansen fra rentenedsettelsene og økte petroleumsinvesteringer, bidro det til at lavkonjunkturen ble ganske moderat sammenliknet med situasjonen ti år tidligere, og mer på linje med lavkonjunkturen på begynnelsen av 1980-tallet.

Bankenes utlånsrenter kom under 4 prosent i 2005, mer enn en halvering fra nivået ved årsskiftet 2002-2003. Dette stimulerte husholdningenes etterspørsel. Rentenedgangen medførte også en betydelig svekkelse av krona, og mye av den forutgående kronestyrkingen ble reversert, jfr. figur 8. Konkurranseutsatt virksomhet fikk bedret sin kostnadmessige konkurranseevne betydelig og et konjunkturomslag internasjonalt bidro til ny fart i tradisjonell eksport.

Fig. 8. Valutakurser

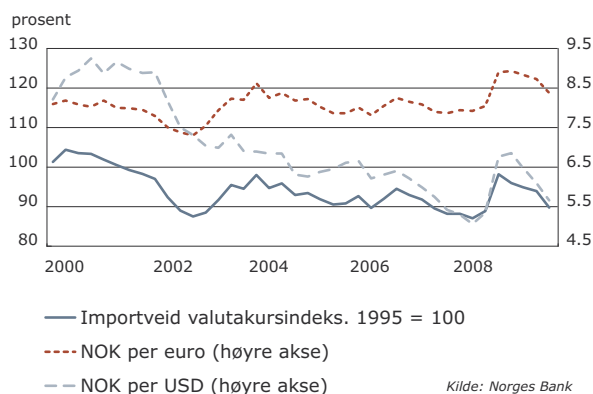


Fig. 9. Strukturelt oljekorr. budsjettundersk. og forventet avkastning av SPF utland

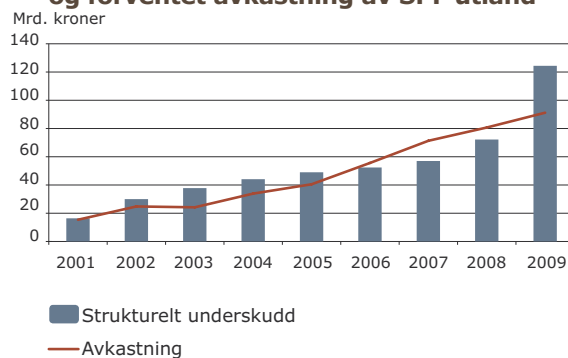


Fig. 10. Eksport

Sesongjusterte volumindekser, 2007 = 100

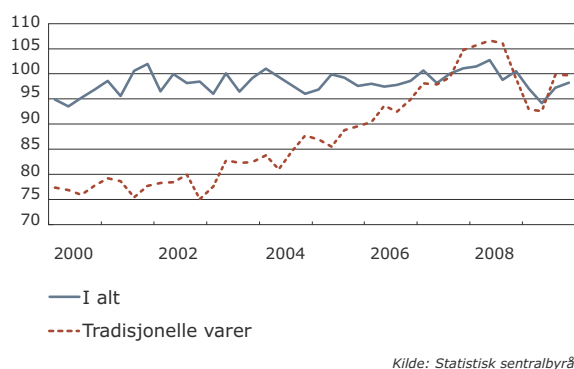
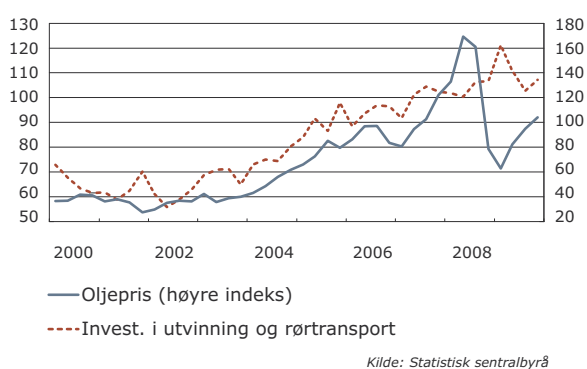


Fig. 11. Petroleumsinvesteringer og oljepris

Sesongjustert volumindeks og prisindeks, 2007 = 100



Oljeinvesteringene økte kraftig allerede i 2003, en utvikling som siden bare har fortsatt og således bidratt til den kraftige veksten senere dette tiåret.

Aktivitetøkningen internasjonalt førte til økt etterspørsel etter råolje og andre industrielle råvarer Norge produserer mye av, og som dermed økte i pris. Sammen med lav importprisvekst førte dette til høy reallønnsvekst i Norge. Fra 2003 til 2007 økte reallønningene med nær 15 prosent.

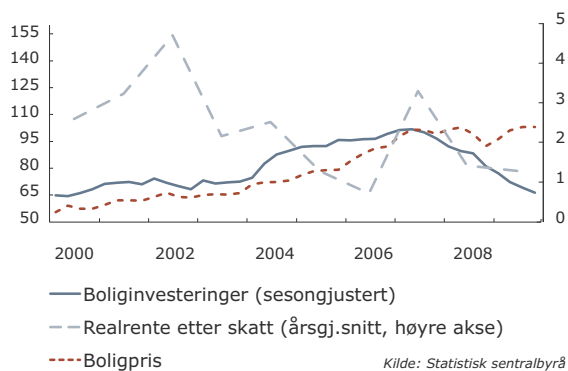
Oljeprisene ble mer enn doblet fra 2003 til 2007 målt i norske kroner. Det aller meste av gevinsten av økte olje-

priser tilfaller Statens pensjonsfond utland som dermed økte kraftig på 2000-tallet. Stabiliseringshensyn medførte imidlertid at regjeringen begrenset impulsene fra finanspolitikken i forhold til handlingsregelens 4-prosentsbane fra og med 2006 til og med 2008, jfr. figur 3 og 9.

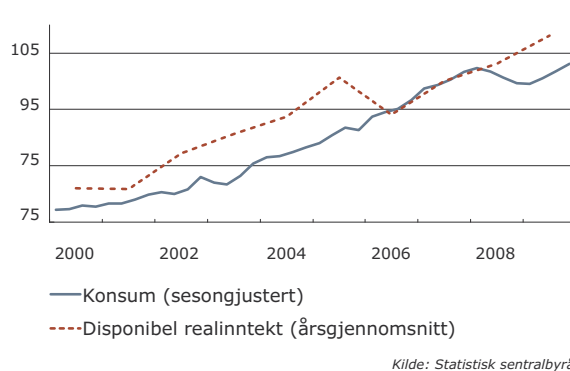
Fra 1. kvartal 2003 til 4. kvartal i 2007 økte sysselsettingen med om lag 250 000 personer, eller 11 prosent. Arbeidsledigheten var ikke veldig høy ved starten av oppgangsperioden. Nedgangen i arbeidsledigheten bidro derfor bare med om lag en femtedel av sysselsettingsveksten. Det ble stadig flere personer i aldersgrupper hvor yrkesaktiviteten er høy.

Fig. 12. Boligmarkedet

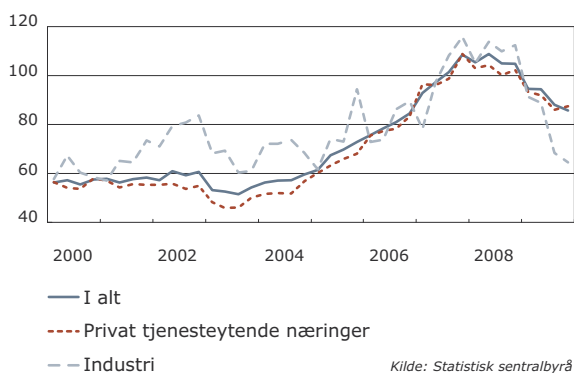
Venstre akse indekser 2007 = 100, høyre akse prosent

**Fig. 13. Inntekt/konsum i husholdninger mv.**

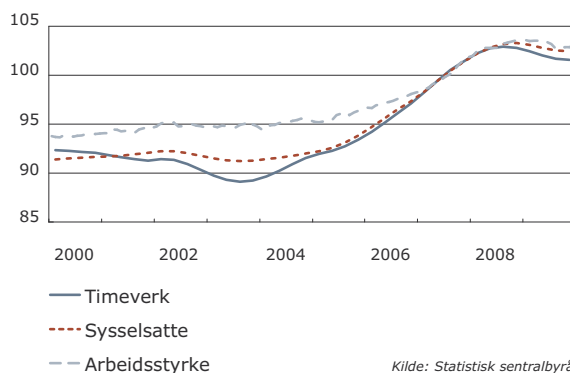
Volumindekser, 2007 = 100

**Fig. 14. Investeringer i Fastlandsnæringer**

Sesongjusterte volumindekser, 2007 = 100

**Fig. 15. Arbeidsstyrke, sysselsetting, timeverk**

Sesongjusterte, glattede indekser, 2007 = 100



I tillegg økte yrkesaktiviteten i noen grupper. Men den viktigste kilden til økningen i sysselsettingen var en markert innvandring i perioden. I stor grad dreier dette seg om arbeidsinnvandring fra nye EU-land etter utvidelsen av EU i 2004.

Fordi inflasjonen var lav, ble renta lenge holdt lav, jfr. figur 6. Etter sommeren 2005 begynte Norges Bank gradvis å sette styringsrenta opp. Konjunkturoppgangen hadde da festet seg, og banken var bekymret for høyere inflasjon et stykke fram i tid. Uro i internasjonale finansmarkeder fra sommeren 2007, bidro til at pengemarkedsrenta økte mer enn det utviklingen i styringsrenta normalt skulle tilsi.

Vi kan nå konstatere at høykonjunkturen ble meget sterk, nesten like sterk, men mer kortvarig enn "jappebølgen" midt på 1980-tallet, se figur 4. Så å si alle drivkrefter i økonomien dro i samme retning; sterk vekst i verdensøkonomien bidro til vekst i tradisjonell eksport, oljeinvesteringene økte mye, realrentene var gjennomgående lave selv om de økte en del på slutten av oppgangen, finanspolitikken bidro til veksten selv om man brukte mindre enn om man hadde fulgt 4-prosentregelen slavisk, jfr. figur 9-12.

Siste konjunkturtopp i norsk økonomi ble nådd i 4. kvartal 2007. Gjennom 2008 ble konjunkturedgangen gradvis

mer markert. Gjennom første halvår 2008 økte fortsatt produksjonen målt ved BNP Fastlands-Norge, men veksten var klart lavere enn underliggende vekst i økonomien. Fra 2. til 3. kvartal var det en liten nedgang i produksjonen, men utviklingen etter midten av september 2008 ble langt mer dramatisk: Både i 4. kvartal 2008 og 1. kvartal 2009 falt produksjonen i fastlandsøkonomien med en årlig rate på om lag 4 prosent, og BNP Fastlands-Norge falt med 1,5 prosent fra 2008 til 2009.

Produksjonsfallet i fastlandsøkonomien skyldes både fall i eksporten av tradisjonelle varer som ble rammet av den internasjonale nedgangen, og nedgang i privat etterspørsel i fastlandsøkonomien. Nedgangen videre inn i 1. kvartal 2009 skyldes i hovedsak en videreføring av de sammen faktorene som påvirket utviklingen i slutten av 2008. Riktignok bidro nå en mer ekspansiv finanspolitikk til å dempe utslagene av finanskrisen. Dette forsterket seg videre gjennom 2009 da finanspolitikken ble lagt om i to runder; gjennom januar-tiltaks pakken og i Revidert Nasjonalbudsjett 2009 i mai.

Med fall i produksjon gikk det bare et par måneder før utførte timeverk også falt ganske betydelig fra en topp før finanskrisen startet for alvor. Både den registrerte ledigheten ifølge NAV og arbeidssøkere ifølge AKU var økende før selve krisen satte inn, men bare svakt og fra et så lavt nivå som Norge ikke hadde opplevd siden midten av 1980-tallet. Omslaget i arbeidsmarkedet var tydeligere når man så på tilgangen på ledige stillinger, jf. figur 16. Her skjedde en utflating i veksten allerede rundt konjunkturtoppen i 4. kvartal 2007 og et klart fall fra september til oktober 2008. Først i 4. kvartal 2008 begynte sysselsettingen å falle og fallet fortsatte inn i 2009. Med dystre utsikter framover og fall i sysselsettingen, fryktet myndighetene at ledigheten vil øke mye og raskt. Det motiverte de kraftige tiltakene som ble foreslått allerede i januar 2009 og som kom i tillegg til et allerede ekspansivt budsjett som var blitt vedtatt for 2009. På dette tidspunktet var imidlertid ikke ledigheten særlig høy og hadde bare økt med et halvt prosentpoeng siden sommeren 2008. Det skulle vise seg at den sterke økningen i arbeidsstyrken som man

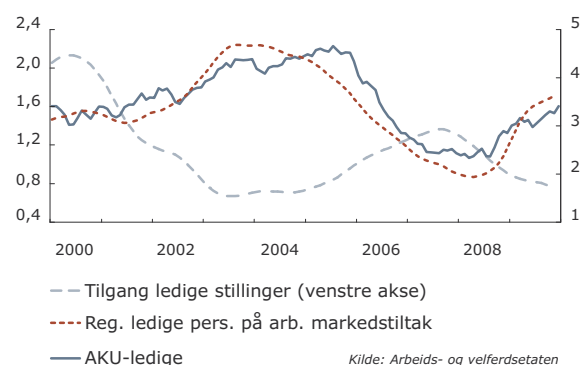
hadde opplevd i noen år, raskt flatet ut da krisen var et faktum. Gjennomsnittlig arbeidstid falt også, og ledigheten kom derfor til å øke mye mindre gjennom 2009 enn man regnet med. Ved utgangen av 2009 var ledigheten faktisk nesten ikke høyere enn ved konjunkturtoppen i 1998.

Prisveksten i Norge tiltok gjennom 2007 og inn i 2008, jf. figur 17. Ikke minst bidro vekst i energiprisene sterkt slik at konsumprisveksten målt ved KPI ble fordoblet gjennom året. Sammen med høy lønnsvekst førte det til økt prisvekst utenom energivarer. KPI-JAE viste således høyere vekst enn inflasjonsmålet i en periode etter sommeren 2008. Da finanskrisen satte inn og energiprisene falt, kom KPI-veksten raskt ned til mer normale nivåer, mens veksten i KPI-JAE først kom ned fra om lag 3 prosent til inflasjonsmålet etter sommeren 2009.

En faktor som påvirket inflasjonen i Norge sammenliknet med i EU-landene, var den sterke kronesvekkelsen som var en direkte effekt av finanskrisen. Mens en amerikansk dollar kostet vel 5 kroner sommeren 2008 var kursen 7 kroner i desember og euroen økte fra om lag 8 kroner til nærmere 10 i romjula. Til tross for dette – og i motsetning til hvordan pengepolitikken var under Asia-krisen i 1998 – satte nå Norges Bank ned styringsrenta. Selv om påslaget mellom Norges Banks foliorente og 3-måneders pengemarkedsrente

Fig. 16. Arbeidsledige og tilgang ledige stillinger

Prosent av arbeidsstyrken. Sesongjustert og glattet



Kilde: Arbeids- og velferdsetaten og Statistisk sentralbyrå

økte under krisen, ble pengemarkedsrenten omtrent halvert fra 3. kvartal 2008 til 1. kvartal 2009, og ytterligere redusert fram mot sommeren i fjor.

Tilbakeslaget i verdensøkonomien påvirker norsk økonomi gjennom mange kanaler. En kanal er markedsutviklingen for norsk eksport. Finanskrisen førte raskt til en nedgang i eksporten av tradisjonelle varer. Flere av våre tradisjonelle eksportnæringer ble sterkt berørte av krisen gjennom et prisfall på verdensmarkedet. Et eksempel er prisene på aluminium som ble halvert fra sommeren 2008 til vinteren 2009, med den følge at verk ble ulønnsomme og stoppet produksjonen. Prisen på råolje, som var svært høy sommeren 2008, falt til nær fjerdeparten av sin toppnotering i noen uker. Regnet i norske kroner var fallet litt mer moderat som følge av kronesvekkelsen, men likevel så kraftig at man fryktet at petroleumsinvesteringene i Norge ville bli kraftig berørt og dermed bidra til å forsterke konjunkturedgangen ytterligere slik tilfellet var i etterkant av jappe-tiden for 20 år siden. Norge opplevde således et kraftig fall i bytteforholdet overfor utlandet som følge av finanskrisen, og effekten av dette på landets disponible realinntekt var mye større enn BNP-nedgangen, se figur 2.

En annen kanal er via internasjonale finansmarkeder som påvirker valutakurser og kapitalstrømmer. Den umiddelbare

følgen av finanskrisen som man så de første dagene etter konkursen i Lehman Brothers, var en voldsom økning i likviditetsetterspørselen og etterspørselen etter sikre papirer. Renta på statsobligasjoner gikk nærmest til null fordi kursene steg kraftig, dvs. at disse ble nå betraktet nesten som penger. Mer usikre papirer, slik som aksjer, falt kraftig i kurs. På Oslo børs hadde aksjekursene falt litt siden sommeren 2008, men etter 15. september falt kursene kraftig og ble om lag halvert gjennom andre halvår 2008. Reduksjonen i formuesverdiene påvirker etterspørselen negativt. Høye renter virket også negativt på etterspørselen og det tok tid før rentenedsettelsene i slutten av 2008 og inn i 2009 fikk effekt.

Flere forhold skulle imidlertid bidra til å redusere effektene i Norge av den internasjonale nedgangen. Kraftige stimulanter fra finanspolitikken er alt nevnt. Automatiske stabilisatorer i finanspolitikken bidro også til å dempe utslagene. At finansmarkedene i usikre tider ser ut til å oppfatte valutaen i små marginale land som spesielt risikable, førte til en betydelig svekkelse av kronkursen. Dette gjorde at eksportbedriftene fikk en gunstigere prisutvikling i norske kroner enn i utenlandsk valuta. Det dempet effekten av den internasjonale nedgangen. Med inflasjonsmål og ikke et valutakursmål skulle ikke pengepolitikken hindre dette. I tillegg ble det iverksatt en rekke tiltak overfor bankene for å sikre deres

Fig. 17. Konsumprisindeksen

Prosentvis vekst fra samme kvartal året før

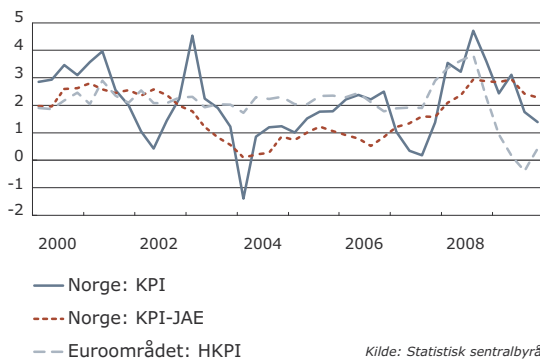
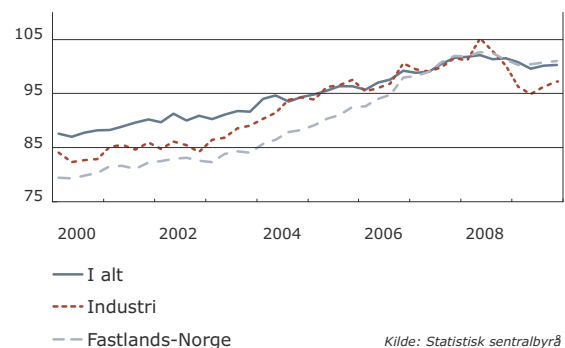


Fig. 18. Bruttonasjonalprodukt

Sesongjusterte volumindekser, 2007 = 100



likviditet og få ned pengemarkedsrenten i tillegg til reduksjon i styringsrenta. Tilsvarende, om enn ikke like kraftige, tiltak i andre land, bidro til at produksjonsnedgangen stoppet opp gjennom sommerhalvåret 2009, jfr. figur 18.

Vinteren 2010 er det økonomiske bildet fremdeles preget av den internasjonale finanskrisen. Norsk økonomi er riktignok mer robust enn i de fleste land og forhåpentligvis blir landingen relativt myk slik SSBs prognoser viser, se figur 4. Men nok en gang er vi blitt minnet om at konjunkturbevegelser ikke hører fortiden til, men synes å være en ganske systematisk egenskap ved markedsøkonomien.

Norsk økonomi på 2000-tallet – tilbudssiden

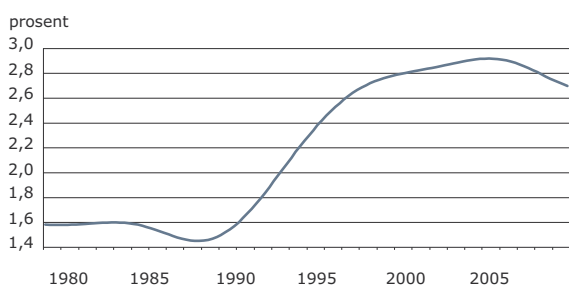
1990-tallet markerte et viktig brudd med den svake økonomiske utviklingen på 1980-tallet. Etter en svak vekst i mer enn et tiår, tok veksten seg gradvis sterkt opp i løpet av 1990-tallet slik at den underliggende veksten var nesten fordoblet ved inngangen til 2000-tallet, jfr. figur 19. Veksten ser nå ut til å ha blitt moderert, noe som har sammenheng med finanskrisen. Det kan imidlertid også henge sammen med at faktorproduktivtetsveksten har avtatt utover på 2000-tallet. Det er derfor for tidlig å si om vi står foran en periode med lavere underliggende vekst i BNP Fastlands-Norge enn vi har opplevd det siste tiåret. Både OECD og

IMF har hevdet at finanskrisen vil føre til lavere økonomisk vekst i lengre tid og da ikke av rene konjunkturelle grunner. Argumentene er blant annet at finanskrisen vil føre til lavere investeringer som gjennom lavere vekst i kapitalbeholdningen og kanskje også teknologisk utvikling har effekter på veksten. I tillegg vil høy ledighet i mange år føre til at deler av arbeidsstyrken i realiteten går ut av produktiv virksomhet på permanent basis ved at de mister sine kunnskaper, ikke får oppgradert dem på løpende basis i jobben og lignende.

En måte man kan analysere veksten på er å dekomponere veksten i arbeidsproduktiviteten (produksjon per timeverk) i økt kapitalintensitet (endring i realkapital per timeverk) og vekst i total faktorproduktivitet (som beregnes som en residual). Analyser viser da at det er en sterk økning i faktorproduktiviteten som forklarer det meste av økningen i produktivtetsveksten i Norge som fant sted fra 1980-tallet og fram til 2000-tallet, jfr. figur 20. En tolkning av dette er at vi er i stand til å kombinere produksjonsfaktorene i norsk økonomi på en stadig mer effektiv måte over tid og/eller at kvaliteten på faktorene forbedres.

Det siste kan for eksempel skje ved at arbeidskraften gjennomgående er bedre utdannet nå enn tidligere. Samfunnet belønner gjennomgående høyt utdannet arbeidskraft bedre enn lavt utdannet, og slik blir produksjonen høyere per

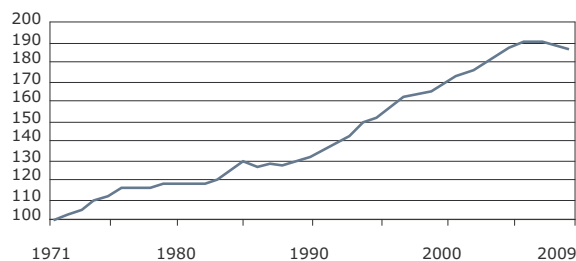
Fig. 19. Trendvekst BNP Fastlands-Norge



Kilde: Statistisk sentralbyrå

Fig. 20. Total faktorproduktivitet

bedrifter Fastlands-Norge, 1971 = 100



Kilde: Statistisk sentralbyrå

⁶ Vi viser til omtalen av beregningen av konjunkturavviket i tilknytning til figur 4 foran for en forklaring av hva vi mener med trendveksten. Litt forenklet kan vi at det er veksten som følger av å trekke en linje gjennom alle faktiske observasjoner av BNP Fastland-Norge (i faste priser) fra begynnelsen av 1970-tallet og så langt fram i tid vi har observasjoner og pålitelige prognoser.

⁷ La oss kalle BNP i fastlandsøkonomien for Y, timeverk i fastlandsøkonomien for L og realkapitalen for K. Da er veksten i total faktorproduktivitet lik veksten i Y/L minus "a" multiplisert med veksten i K/L hvor "a" er en parameter som avhenger den funksjonelle inntektsfordelingen over tid.

⁸ Slike analyser publiseres i forbindelse med Økonomisk utsyn hvert år, se Økonomiske analyser 1/2010 fra SSB hvor disse tallene er hentet fra.

time arbeidet. At arbeidskraften gjennomgående er blitt mer utdannet enn tidligere, er det ingen tvil om. Relativt til de fleste andre land har Norge økt sin utdanning mye de senere tiårene. Det kommer til uttrykk ved at andelen med høyere utdanning i yngre kohorter, er klart høyere enn for eldre kohorter. Et land som USA har hatt en stor andel av sin arbeidsstyrke med høy utdanning i lang tid, mens Norge ikke har hatt det. Vi er imidlertid i ferd med å komme opp blant landene med en høy andel høyt utdannede i arbeidsstyrken, sammen med de andre nordiske landene.

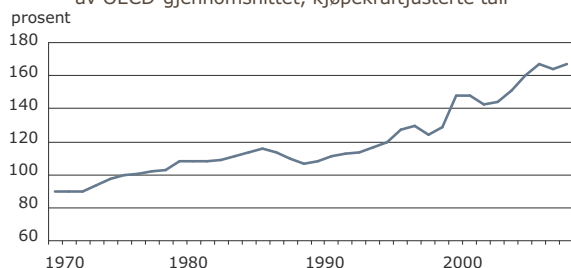
Selv om vi kan komme et stykke på vei ved å forklare den sterke veksten i samlet faktorproduktivitet gjennom å vise til økt faktorkvalitet, er den gunstige økonomiske utviklingen i Norge de siste tjue årene vanskelig å forklare. OECD har endog kalt den norske utviklingen for et "puzzle" fordi vi har hatt en høy vekst i total faktorproduktivitet sammenliknet med andre OECD-land. Norge har imidlertid ikke satsset spesielt mye på forskning og utvikling slik våre naboland Sverige og Finland har gjort. Innovasjonsundersøkelser viser at Norge heller ikke har høye investeringer i innovasjonsaktiviteter mer generelt. Norge har dessuten en næringsstruktur som mange mener ikke bidrar til en sterk økonomisk vekst fordi den ikke er spesielt orientert mot typiske vekstsektorer i økonomien, slik som farmasøytisk industri og IKT-sektoren.

Norge har altså en høy produktivitetsvekst trass i noen strukturelle faktorer som tilsier at vi skulle ha hatt lav eller moderat vekst. Vi har pekt på bedre kvalitet på arbeidsstyrken som en mulig forklaring, men vi må innrømme at det neppe er en tilstrekkelig forklaring, og at vi nå ikke har en fullgod forklaring på den sterke produktivitetsveksten.

At Norges økonomiske utvikling er et "puzzle" kan også illustreres ved utviklingen i BNP per innbygger målt med kjøpekraftspariteter og regnet i felles valuta. I figur 21 viser vi utviklingen for Norge relativt til OECD-gjennomsnittet i perioden 1970-2007. Her ser vi på samlet BNP inklusive utvinning av petroleum og målt i internasjonale priser slik at økte råoljepriser over tid gir økt relativ inntekt for Norge. Figuren viser at mens Norge hadde et inntektsnivå litt under OECD-gjennomsnittet før oljeeventyret startet, kom vi i løpet av 1970-tallet over dette snittet. I løpet av 1980-tallet endret ikke dette seg vesentlig, men på 1990-tallet økte Norges sitt relative inntektsnivå mye, og passerte for øvrig alle de nordiske landene med god margin. På 2000-tallet befestet Norge sin stilling som et av verdens "rikeste land".⁹ I noen grad skyldes dette de høye oljeinntektene på 2000-tallet, men også om vi ser bort fra de ekstraintektene Norge oppnår gjennom petroleumsvirksomheten, og som i 2007 utgjorde vel 15 prosent av BNP eksklusive petroleumsrenten, har Norge hatt et svært høyt inntektsnivå på 2000-tallet.

Fig. 21. BNP per capita i Norge

av OECD-gjennomsnittet, kjøpekraftjusterte tall



Kilde: OECD National Accounts 2008

Finanskrisen

Mens finanskrisen i snever forstand kan være over, er de realøkonomiske følgene fortsatt store. Ikke minst har arbeidsledigheten i OECD-området steget til gamle rekordnivåer fra begynnelsen 1980-årene. Selve produksjonsfallet har riktignok stoppet opp i de fleste land i løpet av 2009, og det er nå tegn til moderat vekst. Bankene tjener penger igjen, men det er fortsatt tap i banksystemet som ennå ikke er kommet opp til overflaten. Fordi produksjonsveksten i mange land mest drives av lageroppbygging og ekspansiv økonomisk politikk som ikke er opprettholdbar i lengden, er sannsynligheten for stagnasjon fortsatt stor. Man kan heller ikke utelukke nye tilbakeslag.

⁹ Det er bare Luxembourg som har høyere BNP per innbygger enn Norge av OECD-landene og mye av dette fyrstedømmets inntektsnivå skyldes at det er et administrasjonssenter med mange arbeidsplasser, men ikke egentlig et land med mange bosatte. Folk fra omkringliggende land pendler til Luxembourg, noe som gir høyt BNP og få innbyggere altså tilsynelatende et rikt land. Rikdommen tilfaller imidlertid i større grad utlendinger slik at BNP er et dårlig mål på inntekt.

¹⁰ Northern Rock i UK ble nasjonalisert i februar 2008 og Bear Stearns overtatt (med subsidier fra US FED) i mars. I uka før Lehman Brothers konkursen ble Freddy Mac og Fannie Mae de facto overtatt av staten. I Norge hadde vi i denne perioden Terra-saken.

Finanskrisen kan sies å ha hatt tre faser. Den første innebar økt finansiell uro, økte risikopremier og noen finansinstitusjoner som ble enten nasjonalisert eller overtatt av andre finansinstitusjoner.¹⁰ Den andre fasen ble innledet med konkursen i Lehman Brothers 15. september 2008 som medførte en fullstendig kollaps i tillit i finanssystemet som spredte seg verden over. Den første fasen ble utløst av en korreksjon i det amerikanske boligmarkedet som gjorde at institusjoner som holdt pantelånsrelaterte papirer fikk problemer. Det håndterte myndighetene på en ad hoc måte etter hvert som problemene oppsto.

Da krisen ble akutt, måtte det sterkere tiltak til og myndighetene lagde store redningspakker for finansinstitusjoner som kom i problemer. I USA skjedde det en ganske stor endring i strukturen i finanssystemet ettersom investeringsbankene ble konvertert til normale forretningsbanker. I løpet av oktober 2008 ble en rekke amerikanske og europeiske banker reddet og myndighetenes (dvs. regjeringene og sentralbankene i samspill) besluttsomhet bidro til at tilliten vendte tilbake til finanssystemet selv om risikopremier fortsatt var høyere enn før medio september.

I den tredje fasen av finanskrisen, som vi nå kan sies å være inne i, er det de realøkonomiske følgene som står i fokus. Den-

ne fasen blir den mest langvarige og ligger i hovedsak foran oss i tid. Da skal aktørene i økonomien konsolidere sin finansielle situasjon, bygge opp igjen beholdninger som er gått tapt under krisen, redusere sin løpende etterspørsel etter realaktiva for å påskynde konsolideringen. Myndighetene, som har båret mye av kostnadene av krisen, må justere sin politikk siden mange land nå er i en uholdbar budsjettssituasjon.

Det er vanlig å peke på tre sett av faktorer for å forklare finanskrisens årsaker, se Furceri og Mourougane (2009). For det første en for ekspansiv pengepolitikk med lave renter sammen med ubalanser i kapitalstrømmene mellom land som skyldes permanente og store overskudd/underskudd mellom land i verdenshandelen. Den andre gruppen av faktorer er utilstrekkelig eller feilaktige reguleringer av finanssystemet; deler av systemet var utenfor reguleringer og ekspanderte kraftig, deler av systemet var pålagt utlån som ikke var basert på normale kredittvurderingskriterier, manglende transparens i relasjonen mellom institusjoner osv. Den tredje gruppen faktorer knytter seg til hvordan aktører oppfører seg i markedet; flokkmentalitet og prinsipal - agent problemer knyttet bl.a. til belønningssystemet i finanssektoren.

Det første momentet for å forstå bakgrunnen for finanskrisen – underliggende utbalanser og pengepolitikk – er det vel verd

Fig. 22. Renter og inflasjon

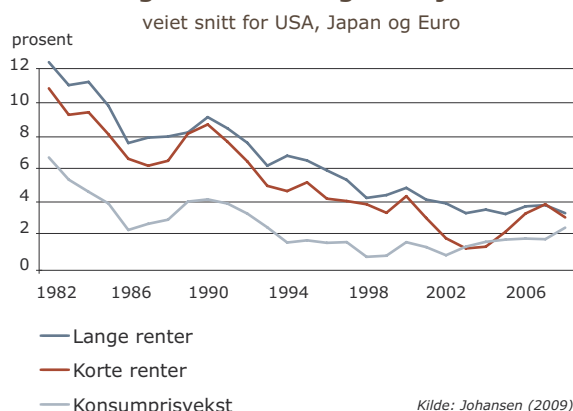
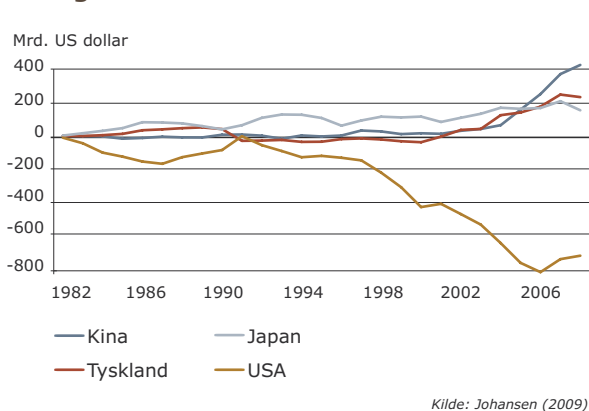


Fig. 23. Driftsbalansen overfor utlandet



å reflektere litt over. Når avkastningen på tradisjonelle og sikre plasseringer blir lav, øker interessen for risikofylte investeringer. De lave rentene gjør det også billigere å låne for så å investere i risikofylte aktiva. Giringen i mange selskaper og enkeltaktører kan på denne måten bli høy. Økt etterspørsel etter aktiva – reelle som finansielle – øker når rentene er lave. Det gir prisøkning på disse aktivaene, noe som forsterker oppfatningene om at avkastningen syntes høy og risikoen lav, særlig når kostnadene i form av renter er lave.

Myndighetene holdt rentene rekordlave gjennom 2002-04 i et forsøk på å få i gang veksten igjen etter konjunkturtilbakeslaget i 2001. Men noen år med ekspansiv pengepolitikk var ikke alene nok til å skape krisen, som nevnt ovenfor. Det har nemlig vært mange år med lave renter. Fra begynnelsen av 1980-tallet og fram til 2010 har realrenten vært fallende. Det høye realrentenivået internasjonalt på begynnelsen av 1980-tallet var som kjent forårsaket av en kraftig pengepolitisk innstramming med det siktemål å få bukt med 1970-tallets høye inflasjon. Det klarte man da også i løpet av 1980-tallet godt hjulpet av positive tilbudssidesjokk fra OPEC som økte sin oljeproduksjon kraftig slik at oljepri-sene ble halvert fra 1985 til 1986. Hele 1980-tallet var kjen-netegnet av meget høye realrenter (og lav økonomisk vekst) også i et historisk perspektiv. På 1990-tallet ble realrentene gradvis redusert og inflasjonen kom ned på akseptable nivåer. Utover på 2000-tallet har realrentene falt ytterligere og har gjennomgående ligget omkring 2 prosentpoeng. Hele tiden har vi hatt positive tilbudssidesjokk som har gitt høy økonomisk vekst med lav inflasjon, jfr. figur 22.

De markedsbestemte lange rentene og de politisk styrte korte nominelle rentene har fulgt hverandre nedover. Verdensøkonomien har fått et tilbakeslag hver gang man har økt de korte rentene. Hvordan kan vi forklare denne langsiktige trenden i retning av fallende realrenter? Når økonomer skal forklare hva som skjer når prisen på et gode

faller, pekes det på at tilbudet er større enn etterspørselen. Hvordan anvende dette på realrenten? Et mulig synspunkt er at når ønsket sparing i utgangspunktet er større enn ønsket investering, vil realrentene presses ned. Så hvorfor har ønsket sparing vært større enn ønsket investering i verden de siste 25 årene?

“Noen år med ekspansiv pengepolitikk var ikke alene nok til å skape krisen”

En mulighet er å påpeke en annen og sammenfallende trend de siste 25 årene; økende utenriksøkonomiske ubalanser mellom land, jfr. figur 23. USA har gjennomgående hatt store underskudd på sin driftsbalanse overfor utlandet siden tidlig på 1980-tallet. Også Japan har hatt store overskudd. Det nye de siste årene er at Kina sammen med Tyskland har overtatt som de store overskuddslandene. Det å ha overskudd i utenriksøkonomien er nettopp et uttrykk for at landet har en ubalanse mellom ønsket sparing og ønsket realinvestering. Landet eksporterer kapital til resten av verden.

Men hva så med underskuddslandene? Dersom de i utgangspunktet hadde balanse mellom ønsket sparing og realinvestering, vil lavere renter presse ønsket sparing ned og eventuelt realinvesteringene opp, og gi disse landene et underskudd i utenriksøkonomien. Å påstå at det er underskuddene i underskuddslandene (for eksempel USA) som har forårsaket overskuddene (for eksempel i Kina) er derfor å snu årsakssammenhengene på hodet. Da hadde realrentene steget, ikke sunket.

Hvorfor har ønsket sparing oversteget ønsket realinvestering i overskuddslandene? Japan og Tyskland er to av landene som står foran den sterke aldringen av befolkningen i verden, til tross for at ingen av dem hadde noen baby-boom etter krigen. De har behov for høy sparing, men har på grunn av den demografiske utviklingen ikke tilsvarende stort behov for realinvesteringer. Dersom de samlede finansinvesteringene i et land skal øke, må de netto plasseres ute, som fordringer på andre land.

Siden finansinvesteringene for verden i alt må være null vil høyere kapitaleksport presse rentene ned også i andre land. Dette vil virke tilbake på sparingen særlig i land som bare får en moderat eldrebølge slik som USA og Storbritannia.

For Kina kommer noen momenter i tillegg. Kina har høye realinvesteringer, men har likevel så høy sparing at nettoen blir kapitalutgang. Foruten at også Kina står foran en kraftig eldrebølge, opplever kineserne en svært høy inntektsvekst fra et meget lavt nivå, samtidig som de har mangelfulle sosiale ordninger og har bare hatt lov til å ha ett barn. For å bygge opp en økonomisk reserve for arbeidsledighet, sykdom og pensjon i takt med veksten i inntektene, ønsker husholdningene å spare mye.

Kina fører dessuten i hovedsak en fastkurspolitikk mot dollar noe som sikrer landets sterke konkurransevne og overskuddet i utenriksøkonomien.

Overskudd i utenriksøkonomien i mange land, i de siste årene særlig i Kina, bidrar altså til å presse rentene ned og øke husholdningers låneopptak i andre land, særlig i USA. Dette la grunnlaget for finanskrisen og dens realøkonomiske motstykke. Det er vanskelig å tenke seg at vi vil få en tilbakevending til en slik praksis igjen i samme skala framover fordi det er grenser for hvor mye gjeld husholdningene ønsker å sitte med og noen er villige til låne ut. Foreløpig er problemet flyttet over på myndighetene, i form av store budsjettunderskudd, men det er ikke en bærekraftig løsning på ubalansene. Kina må derfor enten endre sin valutakurspolitikk, ellers må de påregne mottiltak mot landets ubalanserte handel. Jo sterkere Kina blir integrert i internasjonal økonomi, jo større vil ubalansene kunne bli, men det blir også skadevirkningene for verdensøkonomien av mottiltak.

I noen tiår har den dominerende holdningen vært at markedet er et selvregulerende og fundamentalt sett stabilt styringssystem. For mange har finanskrisen vist nok en gang

at det er feil. Erfaringene fra 1930-tallets kriser ble glemt, reguleringer avviklet og nye kriser kom. En ny konsensus om behovet for aktiv regulering, er imidlertid ennå ikke etablert. Ser man hvordan ledelsen i de store amerikanske bankene argumenterer, er det langt fra åpenbart hva politikkutfallet vil bli.

Finanskrisens tredje fase – den etterfølgende realøkonomiske lavkonjunkturen – er kanskje den første store utfordring for EUs felles valuta. Hvordan skal man forene en felles pengepolitikk og fortsatt overveiende nasjonal finanspolitikk? Mange EU-land slet allerede før finanskrisen med store budsjettunderskudd, og fremveksten av Kina som global industrimakt bidro til å redusere europeisk konkurransevne.

“Regler i politikken er nyttige hjelpemidler, men virkeligheten er mer kompleks”

Utfordringene er svært ulike i de forskjellige delene av eurosonen. Mens Tyskland fortsatt har høy produktivitet, høy sparerate og overskudd i utenriksregnskapet (men underskudd på statsbudsjettet), sliter svakere økonomier – Hellas, Spania, Portugal, Irland, Italia – med lav produktivitet og store strukturelle underskudd, særlig på statsbudsjettene, men noen også i utenriksøkonomien. 2009 ble et år preget av resesjon og dramatisk økning i arbeidsledigheten i Europa som nå har nådd 10 prosent av arbeidsstyrken. Nylig publiserte anslag for BNP-utviklingen i 2009 viser et fall på om lag 4 prosent i BNP for både EU og euroområdet i 2009.

Mange EU-land sliter med økt statsgjeld og innfrir ikke Maastricht-kravet om maksimal gjeldsgrad på 60 prosent av BNP. Gjeldsgraden er økende, og forventes først å stabilisere seg i 2011. Finanskrisen førte til økte budsjettunderskudd. Størst er underskuddene i Hellas, Irland, Storbritannia og Spania som alle har underskudd på om lag 12 prosent av BNP. EU-kommisjonen forventer en økning i budsjettunderskuddene i 2010 til et gjennomsnitt på 7,5 prosent i EU og 7 prosent for euroområdet. Dette er langt

unna kravene til opprettholdbar finanspolitikk slik disse er formulert i Maastricht-avtalen. I mange land er altså finanskrisen som startet med en krise i privat finansvesen, gjennom redningsaksjoner blitt en statsgjeldskrise.

Avslutning

BRIC-landenes og ikke minst Kinas sterke vekst har vært gunstig for Norge som i stor grad er en råvareprodusent. Ubalansene i verdenshandelen, som henger sammen med BRIC-landenes vekst, og globaliserte kapitalmarkeder med utilstrekkelige reguleringer, har på ny skapt en finanskrise og en kraftig konjunkturedgang i verdensøkonomien. Det rammer Norge som en liten åpen økonomi.

Norge har fått nye politikregler som har hjulpet oss i denne krisen. Men i en ustabil økonomisk verden, har

reglene vist seg ikke å være helt tilstrekkelige for å motvirke sjokkene og det har vært nødvendig med supplerende kredittpolitiske tiltak. Reguleringer av finanssektoren står nå på dagsorden for myndighetene.

Konjunkturutslagene i Norge har omtrent vært like store denne gangen som de vi hadde før de nye retningslinjene i politikken ble innført, selv om vi også må ta høyde for at sjokket denne gangen har vært uvanlig stort. Konjunkturbevegelsene og finanskrisen har vist betydningen av aktiv stabiliseringspolitikk. Regler i politikken er nyttige hjelpemidler, men virkeligheten er mer kompleks enn hva stiliserte tankeskjemaer fanger opp. Økonomer og politikere har derfor en viktig rolle å spille i makroøkonomien, særlig hvis de evner å lære av krisen.

Referanser

- Bjørnstad, R., Å. Cappelen og R. Nymoen (2009): Inflasjon og prognoser, Samfunnsøkonomen 2009/1.
- Cappelen, Å., P.R. Johansen, K. Moum og I. S. Wold (2000): "New Economy" eller fortsatte konjunktursvingninger? Folketrygdfondets årsrapport 1999.
- Cappelen, Å. (2001): Ny økonomi – An American dream comes true?, i B.S. Tranøy og Ø. Østerud (red.) Mot et globalisert Norge? Universitetsforslaget, Oslo.
- Eika, T. (2009): Nasjonalbudsjett på sporet? Samfunnsøkonomen 2009/8.
- Furceri, D. and A. Mourougane (2009): Financial Crises: Past Lessons and Policy Implications, Economics Department Working Papers No. 668, OECD, Paris.
- Fukuyama, F. (1992): The End of History? Avon Books Inc. New York.
- Hobsbawm, E. (1995): Age of Extreems. The Short Twentieth Century 1914-1991, Abacus, London.
- Huntington, S.P. (1996): Clash of civilisations and the remaking of world order, Touchstone, New York.
- Johansen, P.R. (2009): Overskudd skapte finanskrise, Finansavisen, desember 2009.

RESULTATREGNSKAP, FOLKETRYGDFONDET

<i>Beløp i NOK</i>	<i>Noter</i>	<i>2009</i>	<i>2008</i>
INNETEKTER			
Forvaltningshonorar	3	99 337 639	88 707 994
Sum inntekter		99 337 639	88 707 994
DRIFTSKOSTNADER			
Lønnskostnader	4,11	42 322 480	48 795 397
Avskrivninger	8	2 183 968	1 143 213
Andre driftskostnader	5	54 742 457	53 688 739
Sum driftskostnader		99 248 905	103 627 349
DRIFTSRESULTAT		88 734	-14 919 355
FINANSPOSTER			
Finansinntekter	6	982 340	1 593 751
Finanskostnader	6	88 734	69 315
Netto finansposter		893 606	1 524 437
STATENS PENSJONSFOND NORGE			
Årsresultat Statens pensjonsfond Norge	7a	29 319 031 435	-29 596 200 982
Endring i verdien til statens kapitalinnskudd	7a	-29 319 031 435	29 596 200 982
Sum Statens pensjonsfond Norge		0	0
STATENS OBLIGASJONSFOND			
Årsresultat Statens obligasjonsfond	7b	606 806 573	0
Endring i verdien til statens kapitalinnskudd	7b	-606 806 573	0
Sum Statens obligasjonsfond		0	0
Resultat		982 340	-13 394 918



BALANSE, FOLKETRYGDFONDET

Balanse per 31.12	Noter	2009	2008
EIENDELER			
Anleggsmidler			
Varige driftsmidler			
IT-utstyr	8	2 906 783	2 158 395
IT-programvare	8	1 737 465	628 475
Inventar etc.	8	2 953 490	2 285 037
Sum varige driftsmidler		7 597 738	5 071 907
Sum anleggsmidler		7 597 738	5 071 907
Omløpsmidler			
Fordringer	9	1 585 635	11 144 208
Fordringer Statens obligasjonsfond	9	8 062 538	0
Bankinnskudd, kontanter og lignende	12	42 652 932	38 689 084
Plasseringer for Statens pensjonsfond Norge	7a	117 069 923 805	87 750 892 370
Plasseringer for Statens obligasjonsfond	7b	50 606 806 573	0
Sum omløpsmidler		167 729 031 483	87 800 725 662
Sum eiendeler		167 736 629 229	87 805 797 569
EGENKAPITAL OG GJELD			
Egenkapital			
Egenkapital	13	35 000 000	35 000 000
Annen innskutt egenkapital	13	2 701 223	2 701 223
Sum innskutt kapital		37 701 223	37 701 223
Annen egenkapital	13	-12 412 579	-13 394 918
Sum opptjent egenkapital		-12 412 579	-13 394 918
Sum egenkapital		25 288 644	24 306 304
Gjeld			
Avsetning for forpliktelser			
Pensjonsforpliktelser	11	19 123 241	16 648 193
Sum avsetning for forpliktelser		19 123 241	16 648 193
Kortsiktig gjeld			
Innskudd konto Statens pensjonsfond Norge	7a	117 069 923 805	87 750 892 370
Innskudd konto Statens obligasjonsfond	7b	50 606 806 573	0
Leverandørgjeld		2 361 572	7 838 291
Gjeld Statens pensjonsfond Norge	10	5 028 821	0
Skyldige offentlige avgifter		2 523 403	3 587 799
Annen kortsiktig gjeld	10	5 573 161	2 524 611
Sum kortsiktig gjeld		167 692 217 335	87 764 843 071
Sum gjeld		167 711 340 576	87 781 491 264
Sum egenkapital og gjeld		167 736 629 221	87 805 797 569

Oslo, 11. mars 2010


Erik Keiserud
styrets leder


Mai-Lill Ibsen
styrets nestleder


Harald Ellefsen


Norvald Mo


Ingvild Myhre


Synnøve Nymo


Linda Orvedal


Reidar Viken


Tor Mikkjel Wara


Bjarne Andersson
ansattevalgt representant


Olav Svarva
adm. direktør

KONTANTSTRØMOPPSTILLING, FOLKETRYGDFONDET

	2009	2008
Kontantstrøm fra operasjonelle aktiviteter		
Årsresultat	982 340	-13 394 918
Ordinære avskrivninger	2 183 968	1 143 213
Forskjellen mellom kostnadsført pensjon og inn-/utbetalinger	2 475 048	16 648 193
Endring i kundefordringer	633 540	-8 696 078
Endring leverandørgjeld	-5 476 719	6 717 341
Endring i andre tidsavgrensingsposter	7 875 467	-1 531 768
Netto kontantstrøm fra operasjonelle aktiviteter	8 673 644	885 983
Kontantstrøm fra investeringsaktiviteter		
Utbetaling ved kjøp av varige driftsmidler	-4 709 799	-2 429 109
Netto kontantstrøm fra investeringsaktiviteter	-4 709 799	-2 429 109
Kontantstrømmer fra finansieringsaktiviteter		
Innbetaling av egenkapital	0	15 000 000
Netto kontantstrøm fra finansieringsaktiviteter	0	15 000 000
Netto endring i bankinnskudd og kontanter	3 963 845	13 456 874
Beholdning av bankinnskudd og kontanter 01.01.	38 689 087	25 232 212
Beholdning av bankinnskudd og kontanter 31.12	42 652 932	38 689 086



NOTE 1 – REGNSKAPSPRINSIPPER

Regnskapsprinsipper for Folketrygdfondet

Generelt

Folketrygdfondet er underlagt lov 29. juni 2007 nr. 44 om Folketrygdfondet. Folketrygdfondets regnskap er avlagt i henhold til lov 17. juli 1998 nr. 56 om årsregnskap m.v., tilhørende forskrifter og god regnskapsskikk i Norge og forskrift 10. november 2008 nr. 1264 om årsregnskap m.m. for Folketrygdfondet inkludert Statens pensjonsfond Norge.

Statens pensjonsfond Norge

Statens pensjonsfond Norge forvaltes av Folketrygdfondet i eget navn på vegne av Finansdepartementet i henhold til retningslinjer gitt for forvaltningen. Den forvaltede portefølje tilsvarende det til enhver tid innestående beløp på Statens pensjonsfond Norges konto i Folketrygdfondet, herunder Statens pensjonsfond Norges forvaltningsresultat etter fradrag for godtgjørelse til Folketrygdfondet. Folketrygdfondet bærer ingen økonomisk risiko knyttet til verdiutviklingen i Statens pensjonsfond Norge. Plasseringer for Statens pensjonsfond Norge presenteres netto på egen linje som en eiendel, mens Statens pensjonsfond Norges konto presenteres som tilsvarende forpliktelse til Finansdepartementet.

Statens obligasjonsfond

Statens obligasjonsfond forvaltes av Folketrygdfondet i eget navn på vegne av Finansdepartementet i henhold til retningslinjer gitt for forvaltningen. Den forvaltede portefølje tilsvarende det til enhver tid innestående beløp på Statens obligasjonsfonds konto i Folketrygdfondet, herunder Statens obligasjonsfonds forvaltningsresultat etter fradrag for godtgjørelse til Folketrygdfondet. Folketrygdfondet bærer ingen økonomisk risiko knyttet til verdiutviklingen i fondet. Plasseringer for Statens obligasjonsfond presenteres netto på egen linje som en eiendel, mens Statens obligasjonsfonds konto presenteres som tilsvarende forpliktelse til Finansdepartementet.

Inntekter

Folketrygdfondets inntekter består av godtgjørelse for forvaltningen av Statens pensjonsfond Norge og Statens obligasjonsfond, og følger av inngåtte forvalteravtaler med Finansdepartementet. Godtgjøringen skal dekke de utgifter Folketrygdfondet har ved forvaltningen av fondene og inntektsføres i takt med påløpte kostnader.

Kostnader

Kostnader blir bokført når de påløper.

Varige driftsmidler

Varige driftsmidler balanseføres og avskrives lineært over driftsmidlets forventede levetid. Direkte vedlikehold av driftsmidler kostnadsføres løpende under driftskostnader, mens påkostninger eller forbedringer tillegges driftsmidlets kostpris og avskrives i takt med driftsmidlet. Dersom gjenvinnbart beløp av driftsmiddelet er lavere enn balanseført verdi foretas nedskrivning til gjenvinnbart beløp. Gjenvinnbart beløp er det høyeste av netto salgsverdi og verdi i bruk. Verdi i bruk er nåverdien av de fremtidige kontantstrømmene som eiendelen forventes å generere.

Kontormaskiner, inventar og utstyr blir aktivert til anskaffelseskost hvis de har en forventet levetid over 2 år og en kostpris på mer enn 15 000,-, og føres i balansen til anskaffelseskost fratrukket akkumulerte avskrivninger og eventuelt tap ved verdifall. Avskrivninger beregnes lineært over estimert utnyttbar levetid.

Estimert økonomisk levetid er som følger:
kontormaskiner og utstyr 3 år
inventar 5 år

Fordringer

Kundefordringer og andre fordringer er oppført i balansen til pålydende etter fradrag for avsetning til forventet tap. Avsetning til tap gjøres på grunnlag av individuelle vurderinger av de enkelte fordringene. I tillegg gjøres det for øvrige kundefordringer en uspesifisert avsetning for å dekke antatt tap på krav.

Skatt

Folketrygdfondet er i henhold til skatteloven unntatt fra skatteplikt i Norge.

Pensjoner

Folketrygdfondet har pensjonsordning i Statens Pensjonskasse (SPK) som gir alle ansatte rett til avtalte framtidige pensjonsytelser (ytelsesbasert). Pensjonskostnader og pensjonsforpliktelser beregnes etter lineær opptjening basert på forutsetninger om diskonteringsrente, framtidig regulering av lønn, pensjoner og ytelser fra folketrygden, samt aktuarmessige forutsetninger om dødelighet, frivillig avgang, osv. Netto pensjonskostnad, som er brutto pensjonskostnad fratrukket estimert avkastning på pensjonsmidlene, klassifiseres som ordinær driftskostnad sammen med lønnskostnad m.m.

Pensjonsmidler er fratrukket brutto pensjonsforpliktelser i balansen. Pensjonsordningen i SPK er ikke fondsbasert, men det blir simulert en forvaltning av fondsmidler (såkalt fiktivt fond) som om midlene var plassert i langsiktige statsobligasjoner. Avkastningen fra pensjonsmidlene reinvesteres i det fiktive fondet til en avkastning som er i takt med utviklingen i statsobligasjonsrenten. Ytelsesbaserte pensjonsordninger, vurderes til nåverdien av de fremtidige pensjonsytelser som regnskapsmessig anses opptjent på balansedagen. Pensjonsmidler vurderes til virkelig verdi.

Endring i ytelsesbaserte pensjonsforpliktelser som skyldes endringer i pensjonsplaner, fordeles over antatt gjennomsnittlig gjenværende opptjeningstid. Akkumulert virkning av estimatendringer og endringer i finansielle og aktuarielle forutsetninger (aktuarielle gevinster og tap) under 10 % av det som er størst av pensjonsforpliktelsene og pensjonsmidlene ved begynnelsen av året innregnes ikke. Når den akkumulerte virkningen er over 10 %-grensen ved årets begynnelse, resultatføres det overskytende over antatt gjennomsnittlig gjenværende opptjeningstid. Periodens netto pensjonskostnad klassifiseres som lønns- og personalkostnader.

Kontantstrømoppstilling

Kontantstrømoppstillingen er utarbeidet etter den indirekte metode. Kontanter og kontantekvivalenter omfatter kontanter, bankinnskudd og andre kortsiktige, likvide plasseringer.

NOTE 2 – ET SÆRLOVSELSKAP

Folketrygdfondet ble etablert som særlovsselskap per 1. januar 2008 og er regnskapspliktig etter regnskapsloven og bokføringspliktig etter bokføringsloven. Med hjemmel i lov 29. juni 2007 nr. 44 om Folketrygdfondet § 12, har Finansdepartementet også fastsatt forskrift 10. november 2008 nr. 1264 om årsregnskap m.m for Folketrygdfondet inkludert Statens pensjonsfond Norge.

NOTE 3 – FORVALTNINGSHONORAR

Folketrygdfondets inntekter består av godtgjørelse for forvaltningen av Statens pensjonsfond Norge og Statens obligasjonsfond, og følger av forvaltningsavtale inngått 17. desember 2008. Godtgjøringen skal dekke de utgifter Folketrygdfondet har ved forvaltningen av fondene, og inntektsføres i takt med påløpte kostnader.

Forvaltningshonoraret er på kroner 99 337 639 i 2009. Honorarer fordeler seg på Statens pensjonsfond Norge og Statens obligasjonsfond med henholdsvis kroner 91 275 101 og kroner 8 062 538.

NOTE 4 – LØNSKOSTNADER

	2009	2008
Godtgjørelse til styret	1 225 499	1 202 150
Lønn	29 887 562	23 307 413
Arbeidsgiveravgift	4 912 241	3 888 191
Pensjonskostnader	6 132 400	5 060 508
Engangskostnad pensjon	0	14 988 670
Ansattes andel av pensjonspremie, 2 prosent	-496 166	-367 296
Andre lønnsrelaterte ytelser	660 944	715 762
Sum	42 322 480	48 795 397
Antall årsverk	35	27

	Lønn	Pensjonsutgifter	Annen godtgjørelse	Honorarer	Sum
Ytelser til ledende personer					
Olaug Svarva, administrerende direktør	1 777 481	116 640	32 210		1 926 331
Lars Tronsgaard, viseadministrerende direktør	1 388 917	116 640	25 473		1 531 030
Nils Bastiansen, direktør aksjer	1 278 935	116 640	31 148		1 426 723
Jørn Nilsen, direktør forvaltningsstøtte	1 190 552	116 640	33 502		1 340 694
Erik Keiserud, styrets leder				240 000	240 000
Mai-Lill Ibsen, styrets nestleder				150 000	150 000
Sum	5 635 885	466 560	122 333	390 000	6 614 778

Styremedlemmene har en godtgjørelse for tiden på kroner 90 000 per år. For varamedlemmene er beløpet kroner 23 000, med et tillegg på kroner 2000 per deltakende møte.

Adm. direktør har rett til etterlønn tilsvarende 12 måneders pensjonsgivende lønn regnet fra oppsigelsestidens utløp dersom adm. direktør sies opp eller selv sier opp etter avtale med styret. Etterlønnen fastsettes til 18 måneders pensjonsgivende lønn regnet fra oppsigelsestidens utløp dersom oppsigelsestiden utløper etter fylte 62 år. Den pensjonsgivende lønnens størrelse på oppsigelsestidspunktet legges til grunn. Det knyttes ikke feriepenger og pensjonsrettigheter til etterlønnen. Til fradrag i etterlønnen går enhver inntekt vunnet ved arbeid, herunder honorarer for tjenesteyting, utførelse av verv etc., i etterlønsperioden.

Det er ingen avtale om opsjoner og bonuser mellom selskapet og dets ledelse.

Det er ingen avtale mellom styrets leder og eier utover honoraret.

NOTE 5 – ANDRE DRIFTSKOSTNADER

	2009	2008
Systemkostnader	16 335 601	15 646 635
Forvaltningskostnader	3 212 138	2 948 192
Konsulentbistand	18 492 413	20 828 073
Andre kostnader	16 702 305	14 265 839
Sum	54 742 457	53 688 739

Kostnadsført godtgjørelse til revisor

fordeler seg slik:

Lovpålagt revisjon	661 385	456 250
Andre attestasjonstjenester	131 333	132 462
Annen bistand	31 250	131 975
Sum godtgjørelse til revisor inkl. mva	823 968	720 687

I 2009 har Folketrygdfondet fortsatt arbeidet med gjennomføringen av et betydelig ressurs- og systemmessig løft for å kunne tilfredstille de krav som settes til forvaltningen av Statens pensjonsfond Norge og Statens obligasjonsfond fra eiers side. Dette har medført omfattende bruk av konsulentbistand samt investeringer knyttet til IT-infrastruktur.

NOTE 6 – FINANSINNTEKTER OG FINANSKOSTNADER

	2009	2008
Finansinntekter		
Renteinntekter	982 340	1 593 751
Finanskostnader		
Rentekostnader	0	171
Gebyrer	88 734	69 144
Sum finanskostnader	88 734	69 315
Sum netto finansposter	893 606	1 524 437

Renteinntekter består av renter opptjent på bankinnskudd.

NOTE – 7 a STATENS PENSJONSFOND NORGE

Statens pensjonsfond Norge forvaltes av Folketrygdfondet i eget navn på vegne av Finansdepartementet. Den forvaltede portefølje tilsvarende det til enhver tid innestående beløp på Statens pensjonsfond Norges konto i Folketrygdfondet, herunder Statens pensjonsfond Norges forvaltningsresultat etter fradrag for godtgjørelse til Folketrygdfondet. Folketrygdfondet bærer ingen økonomisk risiko knyttet til verdiutviklingen i Statens pensjonsfond Norge.

Statens pensjonsfond Norges resultat er presentert som en inntektspost (29 319 031 435) og en tilsvarende kostnadspost (-29 319 031 435) i resultatregnskapet til Folketrygdfondet.

Plasseringer for Statens pensjonsfond Norge er presentert som en eiendel (117 069 923 805) med en tilsvarende gjeldspost (-117 069 923 805) i balansen til Folketrygdfondet.

Det vises til eget regnskap for Statens pensjonsfond Norge for utfyllende informasjon.

NOTE – 7 b STATENS OBLIGASJONSFOND

Statens obligasjonsfond forvaltes av Folketrygdfondet i eget navn på vegne av Finansdepartementet. Den forvaltede portefølje tilsvarende det til enhver tid innestående beløp på Statens obligasjonsfonds konto i Folketrygdfondet, herunder Statens obligasjonsfonds forvaltningsresultat etter fradrag for godtgjørelse til Folketrygdfondet. Folketrygdfondet bærer ingen økonomisk risiko knyttet til verdiutviklingen i Obligasjonsfondet.

Statens obligasjonsfonds resultat er presentert som en inntektspost (606 806 573) og en tilsvarende kostnadspost (-606 806 573) i resultatregnskapet til Folketrygdfondet.

Plasseringer for Statens obligasjonsfond er presentert som en eiendel (50 606 806 573) med en tilsvarende gjeldspost (-50 606 806 573) i balansen til Folketrygdfondet.

Det vises til eget regnskap for Statens obligasjonsfond for utfyllende informasjon.

NOTE – 8 VARIGE DRIFTSMIDLER

	Inventar etc	IT-utstyr	IT-programvare	Sum
Anskaffelseskost per 01.01.09	2 636 819	2 885 782	1 134 627	6 657 228
Årets tilgang	896 820	2 054 425	1 758 554	4 709 799
Årets avgang	0	0	0	0
Anskaffelseskost per 31.12.09	3 533 639	4 940 207	2 893 181	11 367 027

Akkumulerte avskrivninger per 01.01.09	351 782	727 387	506 152	1 585 321
Årets avskrivninger	228 367	1 306 037	649 564	2 183 968
Akkumulerte avskrivninger per 31.12.09	580 149	2 033 424	1 155 716	3 769 289

Balansført verdi per 31.12.09	2 953 490	2 906 783	1 737 465	7 597 738
--------------------------------------	------------------	------------------	------------------	------------------

Det benyttes lineære avskrivninger. Inventar avskrives over 5 år, IT-utstyr og IT-programvare avskrives over 3 år.

NOTE 9 – FORDRINGER

	31.12.09	31.12.08
Utestående forvaltningshonorar	8 062 538	8 696 078
Andre fordringer	1 585 634	2 448 130
Sum fordringer	9 648 172	11 144 208

Forvaltningshonorar forfaller til betaling innen ett år. Andre fordringer er periodiseringer av forskuddsbetalinger.

NOTE 10 – ANNEN KORTSIKTIG GJELD

Annen kortsiktig gjeld består blant annet av avsatte feriepengar til ansatte på kroner 3 263 579. Gjeld til Statens pensjonsfond Norge er forskuddsbetalt forvalterhonorar.

NOTE 11 – PENSJONER**Obligatorisk tjenestepensjon**

Folketrygdfondet er pliktig til å ha tjenestepensjonsordning etter lov om obligatorisk tjenestepensjon, og har pensjonsordning som tilfredstiller kravene i loven. Selskapet har i tillegg pensjonsordninger som omfatter i alt 42 personer. Ordningene gir rett til definerte fremtidige ytelser. Disse er i hovedsak avhengig av antall opptjeningsår, lønnsnivå ved oppnådd pensjonsalder og størrelsen på ytelsene fra folketrygden. Forpliktelsene er dekket gjennom Statens Pensjonskasse.

Årets pensjonskostnad:	2009	2008
Nåverdi av årets pensjonsopptjening	4 909 976	4 508 369
Rentekostnad av pensjonsforpliktelsen	1 777 248	1 663 568
Avkastning på pensjonsmidler	-1 155 274	-1 019 050
Amortisert gevinst	-4 227	0
Medlemstilskudd	-496 166	-367 297
Arbeidsgiveravgift	710 045	625 357
Netto pensjonskostnad	5 741 602	5 410 947

Netto pensjonsmidler per 31.12.09:	2009	2008
Beregnete pensjonsforpliktelser per 31.12.09	46 307 162	29 512 060
Pensjonsmidler (til markedsverdi) per 31.12.09	-22 628 879	-20 111 401
Ikke resultatført virkning av estimatawik	-7 893 680	5 898 732
Arbeidsgiveravgift	3 338 638	1 348 802
Netto pensjonsforpliktelse per 31.12.09	19 123 241	16 648 193

Endring i pensjonsforpliktelser:	2009	2008
IB Pensjonsforpliktelse per 01.01.09	30 766 639	30 246 700
Nåverdi av årets pensjonsopptjening	4 909 976	3 790 633
Utbetaling/utløsning fra ordning	-248 873	0
Rentekostnad av pensjonsforpliktelsen	1 777 248	1 663 568
Aktuarielt tap/(gevinst)	9 102 172	-6 188 841
UB Pensjonsforpliktelse per 31.12.09	46 307 162	29 512 060

Endring i pensjonsmidler:	2009	2008
IB Pensjonsmidler per 01.01.09	18 363 425	17 110 267
Innbetalinger inkl. premier	3 359 053	3 001 134
Utbetaling/utløsning fra fond	-248 873	0
Forventet avkastning	1 155 274	1 019 050
Netto endring pensjonsmidler	0	-1 019 050
UB Pensjonsmidler per 31.12.09	22 628 879	20 111 401

Bevegelse i året:	2009	2008
Netto pensjonsforpliktelse per 01.01.09:	16 648 193	0
Netto pensjonskostnad	6 733 934	20 049 178
Ansattes andel av pensjonspremie, 2 prosent	-496 166	-367 296
Foretakets tilskudd	-3 762 720	-3 033 689
Netto pensjonsforpliktelse per 31.12.09	19 123 241	16 648 193

Økonomiske forutsetninger (NRS6):	2009	2008
Diskonteringsrente	5,40 %	5,80 %
Forventet lønnsregulering/pensjonsøkning/G-regulering	4,50 %	4,00 %
Forventet G-regulering	4,25 %	3,75 %
Forventet pensjonsregulering	4,25 %	3,75 %
Forventet avkastning på fondsmidler	5,70 %	5,80 %

De aktuariemessige forutsetningene er basert på vanlige benyttede forutsetninger innen forsikring når det gjelder demografiske faktorer.

Pensjonsforpliktelser vurderes til nåverdien av de fremtidige pensjonsytelser som er opptjent på balansedagen, og beregnes på basis av forutsetninger om diskonteringsrente, forventet fremtidig lønnsvekst og pensjonsregulering. Pensjonsmidler vurderes til markedsverdi. Netto pensjonskostnad inngår i posten lønnskostnader.

NOTE 12 – BANKINNSKUD, KONTANTER OG LIGNENDE

Av Folketrygdfondets bankinnskudd er kroner 1 883 111 knyttet til bundne skattemidler.

NOTE 13 – EGENKAPITAL

	Egenkapital	Annen innskutt egenkapital	Annen egenkapital	Sum egenkapital
Balanse per 01.01.09	35 000 000	2 701 223	-13 394 919	24 306 304
Årets resultat		0	982 340	982 340
Egenkapitalinnskudd	0			0
Egenkapital per 31.12.09	35 000 000	2 701 223	-12 412 579	25 288 644

Folketrygdfondets egenkapital ved utgangen av 2009 beløper seg til kroner 25 288 644.

NOTE 14 – HENDELSER ETTER BALANSEDAGEN OG BETINGEDE UTFALL

Det har ikke inntruffet hendelser etter balansedagen som har effekt på selskapets finansielle stilling per 31.12.09.

EU-domstolen fastslo i en prinsippavgjørelse sommeren 2009 at det vil være i strid med prinsippet om fri flyt av kapital/fri etableringsrett å ilegge et utenlandsk selskap kildeskatt når et sammenlignbart nasjonalt selskap ikke skattlegges tilsvarende. Folketrygdfondet har på denne bakgrunn fremsatt krav overfor henholdsvis danske, finske og svenske skattemyndigheter om tilbakebetaling av uriktig betalt kildeskatt, med om lag 200 mill. kroner. Grunnlaget for kravet er at sammenlignbare fond som Folketrygdfondet i de nevnte land ikke ilegges skatt tilsvarende kildeskatt. Tilbakebetalingskravene gjelder perioden 2003–2009 avhengig av hva som antas å føre frem i det enkelte land i forhold til foreldelsesfrister. Kravene ble fremsatt før nyttår 2009, og det er usikkert når endelig avgjørelse vil foreligge.

Folketrygdfondet er forøvrig ikke part i rettsvister eller lignende som har betydning for selskapets finansielle stilling per 31.12.09.

NOTE 15 – TRANSAKSJONER MED NÆRSTÅENDE PARTER

Folketrygdfondet er et særlovselskap heleid av staten v/Finansdepartementet. Folketrygdfondet gjennomfører alle transaksjoner i eget navn og til markedspriser. I første rekke omfatter dette transaksjoner vedrørende aksjer, obligasjoner, sertifikater, bankinnskudd og derivattransaksjoner. Dette gjelder også transaksjoner med og i selskaper med betydelig statlig eierskap.

Et selskap kontrollert av styrets nestleder bistod Folketrygdfondet i en ansettelsesprosess i Folketrygdfondet i 2009. For dette mottok selskapet en godtgjørelse på kroner 105 000 eksklusiv mva. Utover dette har det ikke vært gjennomført transaksjoner med selskapets styre eller ledelse, ei heller stilt sikkerhet til disse. Det vises for øvrig til note 4 om lønn og godtgjørelse til medlemmer i ledelsen og styret.



Statsautoriserte revisorer
Ernst & Young AS

Christian Frederiks pl. 6, NO-0154 Oslo
Oslo Atrium, P.O.Box 20, NO-0051 Oslo

Foretaksregisteret: NO 976 389 387 MVA
Tlf.: +47 24 00 24 00
Fax: +47 24 00 24 01
www.ey.no

Medlemmer av Den norske Revisorforening

Til
Finansdepartementet

Revisjonsberetning for 2009

Vi har revidert årsregnskapet for Folketrygdfondet for regnskapsåret 2009, som viser et overskudd på kr 982 340. Vi har også revidert opplysningene i årsberetningen om årsregnskapet og forutsetningen om fortsatt drift. Årsregnskapet består av resultatregnskap, balanse, kontantstrømpoppstilling og noteopplysninger. Regnskapslovens regler og god regnskapsskikk i Norge er anvendt ved utarbeidelsen av regnskapet. Årsregnskapet og årsberetningen er avgitt av Folketrygdfondets styre og administrerende direktør. Vår oppgave er å uttale oss om årsregnskapet og øvrige forhold i henhold til revisorlovens krav.

Vi har utført revisjonen i samsvar med lov, forskrift og god revisjonsskikk i Norge, herunder revisjonsstandarder vedtatt av Den norske Revisorforening. Revisjonsstandardene krever at vi planlegger og utfører revisjonen for å oppnå betryggende sikkerhet for at årsregnskapet ikke inneholder vesentlig feilinformasjon. Revisjon omfatter kontroll av utvalgte deler av materialet som underbygger informasjonen i årsregnskapet, vurdering av de benyttede regnskapsprinsipper og vesentlige regnskapsestimer, samt vurdering av innholdet i og presentasjonen av årsregnskapet. I den grad det følger av god revisjonsskikk, omfatter revisjon også en gjennomgåelse av Folketrygdfondets regnskaps- og interne kontrollsystemer. Vi mener at vår revisjon gir et forsvarlig grunnlag for vår uttalelse.

Vi mener at

- årsregnskapet er avgitt i samsvar med lov og forskrifter og gir et rettviseende bilde av Folketrygdfondets økonomiske stilling 31. desember 2009 og av resultatet i regnskapsåret i overensstemmelse med god regnskapsskikk i Norge
- ledelsen har oppfylt sin plikt til å sørge for ordentlig og oversiktlig registrering og dokumentasjon av regnskapsopplysninger i samsvar med lov og god bokføringsskikk i Norge
- opplysningene i årsberetningen om årsregnskapet og forutsetningen om fortsatt drift er konsistente med årsregnskapet og er i samsvar med lov og forskrifter.

Oslo, 11. mars 2010
ERNST & YOUNG AS

Eirik Tandrevold
statsautorisert revisor

RESULTATREGNSKAP, STATENS PENSJONSFOND NORGE

<i>Beløp i millioner kroner</i>	<i>Noter</i>	<i>2009</i>	<i>2008</i>
PORTEFØLJEINNTEKTER OG PORTEFØLJEKOSTNADER			
Renteinntekter	3	2 731	2 899
Utbytte	4	2 004	2 371
Gevinst/tap	5		
Aksjer		290	1 222
Renter		64	-172
Valutasikringsinstrumenter		578	-467
Renteswaper		48	-683
Netto endring i urealiserte kursgevinster/kurstap	6		
Aksjer		24 319	-37 642
Renter		-240	1 638
Valutasikringsinstrumenter		505	-273
Renteswaper		-992	1 448
Andre porteføljeinntekter	7	103	152
Porteføljeresultat		29 410	-29 507
FORVALTNINGSKOSTNADER			
Forvaltningskostnader	17	-91	-89
Forvaltningsresultat		-91	-89
Årsresultat Statens pensjonsfond Norge		29 319	-29 596

BALANSE, STATENS PENSJONSFOND NORGE

Balanse per 31.12

Beløp i millioner kroner

	Noter	2009	2008
PLASSERINGER			
Verdipapirer	1, 2, 8, 11, 12, 13		
Aksjer	9	73 292	45 628
Obligasjoner og sertifikater	10	42 792	41 515
Valutasikringsinstrumenter og renteswaper	16	482	865
Fordringer	15	606	184
Bankinnskudd	8	2 107	1 573
Sum plasseringer		119 279	89 765
STATENS KAPITALINNSKUDD			
Statens kapitalinnskudd	14	117 070	87 751
GJELD			
Skyldig mottatt kontantsikkerhet	18b	448	
Annen gjeld	15	1 761	2 014
Sum statens kapitalinnskudd og gjeld		119 279	89 765

Oslo, 11. mars 2010



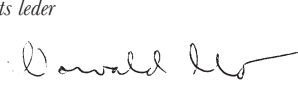
Erik Keiserud
styrets leder



Mai-Lill Ibsen
styrets nestleder



Harald Ellefsen



Norvald Mo



Ingvild Myhre



Synnøve Nymo



Linda Orvedal



Reidar Viken



Tor Mikkell Wara



Olaug Svarva
adm. direktør

NOTE 1 – REGNSKAPSPRINSIPPER FOR STATENS PENSJONSFOND NORGE (SPN)

Generelt

Statens pensjonsfond Norge er underlagt lov 21. desember 2005 nr. 123 om Statens pensjonsfond og lov 29. juni 2007 nr. 44 om Folketrygdfondet. Fondets regnskap er ikke direkte underlagt regnskapsloven, men skal i henhold til Retningslinjer for forvaltningen av Statens pensjonsfond Norge avlegges etter de samme prinsipper som Folketrygdfondet. Ettersom Folketrygdfondets regnskap skal avlegges i samsvar med regnskapsloven er regnskapet til Statens pensjonsfond Norge avlagt i samsvar med de regnskapsprinsipper og vurderingsregler som følger av regnskapsloven med tilhørende forskrifter og god regnskapskikk i Norge.

Fondets regnskap er utarbeidet i samsvar med den oppstillingsplan som følger av forskrift om årsregnskap for verdipapirfond, og Forskrift 10. november 2008 nr. 1264 om årsregnskap m.m. for Folketrygdfondet inkludert Statens pensjonsfond Norge.

Finansielle instrumenter

Alle finansielle instrumenter, som omfatter bl.a. aksjer, obligasjoner, sertifikater og derivater, vurderes til virkelig verdi. Verdiendringer føres over resultatet.

I forskrift 7. november 2008 nr. 1228 om forvaltningen av Statens pensjonsfond Norge er det nærmere spesifisert hvilket investeringsunivers det kan plasseres i og i hvilken fordeling.

Fastsettelse av virkelig verdi

Aksjeplasseringer vurderes som hovedregel til siste omsetningskurs på børs. Dersom det ikke foreligger omsetningskurs på børs per balansedato, benyttes siste kjøpskurs. Utbytte på aksjer mv. inntektsføres den dato underliggende papir noteres eksklusiv utbytte på børsen.

Renteplasseringer vurderes til kurs mottatt fra indekssleverandør. For plasseringer hvor slik kurs ikke foreligger brukes annen tilgjengelig kurs eller kurs basert på swaprenter og kredittpåslag. Ved årsslutt benyttes ligningsverdi på årsavslutningsdato for norske renteplasseringer, da denne antas å best representere virkelig verdi. Renter på fremmedkapitalplasseringer inntektsføres etter hvert som de påløper.

Finansielle derivater benyttes til styring av verdipapirporteføljenes risikoeksponering. Dersom noterte markedspriser ikke er tilgjengelige, beregnes virkelig verdi på grunnlag av anerkjente, matematiske modeller.

Valuta

Balansposter omregnes til gjeldende valutakurs på balansedagen, mens resultatposter omregnes etter valutakurser på transaksjonstidspunktet.

Tilordning av anskaffelseskost og behandling av transaksjonskostnader

Ved salg av verdipapirer beregnes gevinst som salgssum fratrukket kurtasje og gjennomsnittlig kostpris på det solgte verdipapir. Kurtasje til megler ved anskaffelse av verdipapirer er inkludert i verdipapirenes kostpris.

Utlån av verdipapirer

Ved utlån av verdipapirer foretas en konkret vurdering av hvorvidt all vesentlig risiko er gått over på motpart slik at fraregning skal skje. Normalt forplikter innlåner å kompensere Folketrygdfondet for ulike hendelser tilknyttet verdipapirene, som utbytte, tegningsrettigheter med mer, og i slike tilfeller fraregnes ikke utlånte verdipapirer.

Gjenkjøpsavtaler (Repo)

Ved gjenkjøpsavtaler vil kriteriene for fraregning av verdipapiret ikke være oppfylt, og verdipapiret tas ikke ut av balansen ved inngåelse av gjenkjøpsavtalen. I avtaleperioden regnskapsføres det etter de ordinære regnskapsregler for verdipapirer. Mottatt innskudd regnskapsføres i avtaleperioden som en eiendel og som en forpliktelse.

Garanti provisjon

Garanti provisjon i forbindelse med deltakelse i garantikonsortier inntektsføres i sin helhet ved inngåelse av garantiavtalen mot konto for garantistillelse.

Balansføring av eiendeler og forpliktelser

Eiendeler og forpliktelser balanseføres på det tidspunktet reell kontroll over rettighetene til eiendelene oppnås og reelle forpliktelser påtas. Eiendeler føres ut av balansen på det tidspunktet reell risiko vedrørende eiendelene er overført

og kontroll over rettighetene til eiendelene er bortfalt eller utløpt. Forpliktelser fjernes fra balansen når de har opphørt.

Mottatt kontantsikkerhet som ikke er juridisk atskilt fra andre kontanter, balanseføres som eiendel med en tilsvarende motpost som forpliktelse overfor avhenderen av sikkerheten. Mottatt kontantsikkerhet som er juridisk atskilt balanseføres ikke.

Mottatt sikkerhet i form av verdipapirer balanseføres først dersom sikkerheten selges, stilles som sikkerhet overfor andre motparter eller dersom motparten misligholder vilkårene i den underliggende kontrakten.

Sikkerhet stilt overfor motparter føres ut av balansen etter samme prinsipper som mottatt sikkerhet. Dersom mottaker av sikkerhet har rett til å selge sikkerheten eller stille den som sikkerhet på nytt, omklassifiseres eiendelen i balansen som utlånt eiendel atskilt fra andre eiendeler.

Kapital

Statens pensjonsfond Norges kapitalinnskudd består av innbetalt kapital samt akkumulert resultat.

Skatt

Statens pensjonsfond Norge er ikke skattepliktig for sin virksomhet i Norge. Trukket kildeskatt på utbetalt dividende og kupongrente i utenlandske markeder bokføres som reduksjon i aktuell inntekt. Dersom kildeskatten kan kreves tilbakebetalt, vises dette som en fordring fram til tilbakebetaling finner sted.

NOTE 2 – ESTIMATUSIKKERHET

Bruk av estimater ved utarbeidelsen av årsregnskapet

Utarbeidelse av regnskapsrapporteringen for SPN innebærer bruk av estimater og vurderinger som påvirker regnskapsførte eiendeler, gjeld, inntekter og kostnader. Estimater og skjønsmessige vurderinger vurderes løpende og er basert på historisk erfaring og forventning til fremtidige hendelser som vurderes sannsynlig på tidspunktet for avleggelsen av regnskapet. Estimaterne er basert på beste skjønn og vil kunne avvike fra endelig utfall.

Året 2009 startet med at den pågående finanskrisen så ut til å kunne bli større og mer alvorlig enn på svært mange tiår. I 2009 snudde det negative bildet og Oslo Børs steg 64,8 prosent i 2009. Fra bunnivået i mars 2009 til siste toppnivå i desember 2009 steg Oslo Børs med 90 prosent. Også for kredittobligasjoner har 2009 vært et særskilt år hvor kredittspredene (forskjell mellom renten på selskapsobligasjoner og statsobligasjoner) har blitt kraftig redusert og nå er tilbake på om lag nivået fra sommeren 2007. Uroen som rammet finansmarkedene i 2008 og den kraftige gjenhenting i 2009 peker på at det er stor usikkerhet knyttet til markedsutviklingen og prisingen av verdipapirer.

Det fremgår av regnskapsprinsippene i note 1 at finansielle instrumenter verdsettes til virkelig verdi. I verdsettelsen har Folketrygdfondet lagt til grunn et verddivurderingshierarki hvor kildene til virkelig verdi er:

1. Omsatt verdi over børs.
2. Verdsettelse på grunnlag av observerbar pris (kjøpskurs) fra eksterne priskilder.
3. Verdsettelse på grunnlag av en eller flere ikke observerbare kilder (modellbasert prising).

Aksjer, warrants og obligasjoner, markedsjustert andel av prisingskilder

	Total	Norske aksjer	Nordiske aksjer	Norske renter	Nordiske renter
Børskurs (verdivurderingshierarki 1)	63,1 %	100,0 %	100,0 %		
Ligningskurs (verdivurderingshierarki 2)	20,3 %			64,6 %	
Barclays Capital (verdivurderingshierarki 2)	13,2 %			27,1 %	86,7 %
Bloomberg (verdivurderingshierarki 2)	0,6 %				11,5 %
Modellbasert prising (verdivurderingshierarki 3)	2,7 %	0,0 %		8,3 %	1,8 %
Totalt	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %

Aksjer, warrants og obligasjoner, prisingskilder fordelt etter antall aksjer/papirer i antall

	Total	Norske aksjer	Nordiske aksjer	Norske renter	Nordiske renter
Børskurs (verdivurderinghierarki 1)	177	55	122		
Ligningskurs (verdivurderinghierarki 2)	250			250	
Barclays Capital (verdivurderinghierarki 2)	126			21	105
Bloomberg (verdivurderinghierarki 2)	18				18
Modellbasert prising (verdivurderinghierarki 3)	22	1		18	3
Totalt	593	56	122	289	126

I den modellbaserte prisingen er lån priset ved at kontantstrømmer er neddiskontert (det er brukt et estimat for kredittspread over swapkurven). Input fra meglerhus, kjente omsetninger og prising fra andre kilder lengre opp i verdivurderingshierarkiet er benyttet som grunnlag for estimert kredittspread. Det er lagt vekt på informasjon om prisingen av sammenlignbare utstedere.

Det er i verdivurderingshierarkiet lagt vekt på å følge prisingen fra de ulike referanseportefølleleverandørene for verdipapirer som også inngår i porteføljen, for å unngå forskjeller i verdsettelse mellom porteføljen og referanseporteføljen. Kildene til omsatt verdi for aksjer er de kursene som referanseportefølleleverandørene har hentet inn fra børsene. Priser fra referanseportefølleleverandørene (Oslo Børs, Nasdaq OMX og Barclays Capital) hentes inn direkte fra kilden, mens andre kurser leses inn fra databasen til informasjonssystemet Bloomberg. All slik innlesning skjer automatisk. For aksjer har indeksleverandørene benyttet et regelverk som tilsier at i tilfeller hvor siste omsetning er utenfor gjenstående kjøp-salgsspread, benyttes kjøps- eller salgskurs avhengig av om siste omsetning er hhv. under eller over gjenstående kjøp-salgsspread.

Valutasikringsinstrumenter

Kontantstrømmer er neddiskontert (swapkurve, salgskurs hentet fra Bloomberg) i de respektive valutaer og verdsatt i NOK til valutakurs (midtkurs) 31.12.09. Valutasikringsinstrumenter er følgelig vurdert til virkelig verdi på grunnlag av observerbare priser fra eksterne kilder (verdivurderingshierarki 2).

Renteswap

Kontantstrømmer er neddiskontert (swapkurve, kjøps-/salgskurs hentet fra Bloomberg) i aktuell valuta og verdsatt i NOK til valutakurs 31.12.09. Det er ikke gjort påslag for kredittisiko mot motpart i neddiskonteringen. Kontantstrømmer som er i motparts favør er neddiskontert til kjøpskurs, mens beløp som er i favør av SPN er neddiskontert til salgskurs. Renteswaper er følgelig vurdert til virkelig verdi på grunnlag av observerbare priser fra eksterne kilder (verdivurderingshierarki 2). Det er Folketrygdfondets vurdering at kredittisikoen mot våre motparter er minimal som følge av at det er etablert avtale om sikkerhetsstillelse.

NOTE 3 – RENTEINNTEKTER

Beløp i millioner kroner	2009	2008
Norske renteplasseringer	1 430	2 350
Renteswap Norge - netto	1 050	179
Nordiske renteplasseringer	238	341
Norske aksjeplasseringer	7	21
Nordiske aksjeplasseringer	6	8
Sum	2 731	2 899

NOTE 4 – UTBYTTE

Beløp i millioner kroner	2009	2008
Norske aksjeplasseringer	1 739	2 063
Nordiske aksjeplasseringer	308	361
Kildeskatt på utbytte	-43	-53
Sum	2 004	2 371

Det trekkes kildeskatt på utbytte fra aksjer i den nordiske porteføljen. Porteføljen inneholder aksjer fra Sverige, Danmark og Finland.

Andre forhold

EU-domstolen fastslo i en prinsippavgjørelse sommeren 2009 at det vil være i strid med prinsippet om fri flyt av kapital/fri etableringsrett å ilegge et utenlandsk selskap kildeskatt når et sammenlignbart nasjonalt selskap ikke skattlegges tilsvarende. Folketrygdfondet har på denne bakgrunn fremsatt krav overfor henholdsvis danske, finske og svenske skattemyndigheter om tilbakebetaling av uriktig betalt kildeskatt, med om lag 200 mill. kroner.

Grunnlaget for kravet er at sammenlignbare fond som Folketrygdfondet i de nevnte land ikke ilegges skatt tilsvarende kildeskatt. Tilbakebetalingskravene gjelder perioden 2003-2009 avhengig av hva som antas å føre frem i det enkelte land i forhold til foreldelsesfrister. Kravene ble fremsatt før nyttår 2009, og det er usikkert når endelig avgjørelse vil foreligge.

NOTE 5 – GEVINST/TAP

Beløp i millioner kroner	2009	2008
Norske aksjer	691	1 501
Nordiske aksjer	-401	-279
Sum aksjer	290	1 222
Norske renter	-20	-166
Nordiske renter	84	-7
Sum renter	64	-173
Valutasikringsinstrumenter	578	-467
Renteswaper	48	-682
Sum	980	-100

NOTE 6 – NETTO ENDRING UREALISERTE KURSGEVINSTER/KURSTAP

Beløp i millioner kroner	31.12.09	31.12.08
Markedsverdi portefølje	117 472	88 763
Historisk kost portefølje	97 792	92 675
Urealisert kursgevinst/kurstap	19 680	-3 912

Netto endring urealiserte kursgevinster/kurstap 23 592

Netto endring urealiserte kursgevinster/kurstap fordeler seg på:

Aksjer	24 319
Renter	-240
Valutasikringsinstrumenter	505
Renteswaper	-992

NOTE 7 – ANDRE PORTEFØLJEINNTEKTER

Beløp i millioner kroner	2009	2008
Garantiprovisjon	22	0
Utlån aksjer	0	19
Ekstraordinære inntekter	0	5
Agio/disagio (valutainnskudd bank)	81	128
Sum andre portefølleinntekter	103	152

NOTE 8 – PORTEFØLJEOMRÅDER

Segmentinformasjonen under følger de internt definerte delporteføljene. Oppdelingen følger av forskriftens regulering av aktivklasser og regional fordeling.

Beløp i millioner kroner	Norske aksje-plasseringer	Nordiske aksje-plasseringer	Norske rente-plasseringer	Nordiske rente-plasseringer	Sikkerhets-stillelse	Annet	Statens pensjons-fond Norge
<i>Porteføljekområdene i 2009:</i>							
Renteinntekter	8	6	2 479	238	0		2 731
Utbytte	1 739	265					2 004
Gevinst/tap	691	-390	615	664			980
Netto endring urealiserte kursgevinster/kurstap	22 433	1 891	92	-822	-2		23 592
Andre porteføljeginntekter	15	-40	223	-97	2		103
Porteføljerresultat	24 886	1 732	3 409	-617	0	0	29 410
Forvaltningskostnader						-91	-91
Forvaltningsresultat	0	0	0	0	0	-91	-91
Årsresultat	24 886	1 732	3 409	-617	0	-91	29 319
Aksjer og obligasjoner	63 701	9 591	36 466	6 326			116 084
Valutasikringsinstrumenter og renteswaper		3	478	1			482
Forskuddsbetalt forvalterhonorar						5	5
Fordringer	94	14	-16	509	0		601
Bankinnskudd	1	40	1 567	51	448		2 107
Sum plasseringer	63 796	9 648	38 495	6 887	448	5	119 279
Statens kapitalinnskudd	63 701	9 612	37 356	6 391	0	5	117 070
Statens kapitalinnskudd	63 701	9 612	37 356	6 391	0	5	117 070
Valutasikringsinstrumenter og renteswaper							0
Skyldig kontantsikkerhet					448		448
Annen gjeld	90	36	1 139	496	0		1 761
Sum gjeld	90	36	1 139	496	448	0	2 209
Sum statens kapitalinnskudd og gjeld	63 796	9 648	38 495	6 887	448	5	119 279

Beløp i millioner kroner	Norske aksje-plasseringer	Nordiske aksje-plasseringer	Norske rente-plasseringer	Nordiske rente-plasseringer			Statens pensjons-fond Norge
<i>Porteføljekområdene i 2008:</i>							
Renteinntekter	21	8	2 529	341			2 899
Utbytte	2 063	308					2 371
Gevinst/tap	1 501	-279	-1 315	-7			-100
Netto endring urealiserte kursgevinster/kurstap	-33 900	-3 741	1 174	1 638			-34 829
Andre porteføljeginntekter	18	35	168	-69			152
Porteføljerresultat	-30 297	-3 669	2 556	1 903			-29 507
Forvaltningskostnader	0					-89	-89
Forvaltningsresultat	-30 297	-3 669	2 556	1 903		-89	-29 596
Årsresultat	-30 297	-3 669	2 556	1 903		-89	-29 596
Aksjer og obligasjoner	38 475	7 153	34 987	6 528			87 143
Valutasikringsinstrumenter og renteswaper		0	865				865
Fordringer	-14	67	0	131			184
Bankinnskudd	582	221	268	502			1 573
Sum plasseringer	39 043	7 441	36 120	7 161		0	89 765
Statens kapitalinnskudd	39 043	7 441	34 115	7 161		-9	87 751
Statens kapitalinnskudd	39 043	7 441	34 115	7 161		-9	87 751
Valutasikringsinstrumenter og renteswaper			0				0
Annen gjeld			2 005			9	2 014
Sum gjeld	0	0	2 005	0		9	2 014
Sum statens kapitalinnskudd og gjeld	39 043	7 441	36 120	7 161		0	89 765

NOTE 9 – AKSJER OG WARRANTS

Beløp i tusen kroner				2009	2008	Differanse		
Sum markedsverdi norske og nordiske aksjer og warrants				73 291 678	45 628 292	27 662 396		
Urealiserte kursgevinster/-tap				18 760 249	-5 559 621	24 318 880		
Bokført kostpris norske og nordiske aksjer og warrants				54 531 429	51 187 913	3 343 516		
Norske aksjer og warrants	<i>Antall</i>	<i>Valuta</i>	<i>Markedskurs</i>	<i>Markedsverdi (1 000 kr)</i>	<i>Eierandel</i>	<i>Andel av norske aksjer</i>	<i>Andel av totalen</i>	
<i>Selskap</i>								
Aceryg	19 148 200	NOK	91,65	1 754 933	9,82 %	2,75 %	1,50 %	
Aker	75 000	NOK	161,50	12 113	0,10 %	0,02 %	0,01 %	
Aker Solutions	2 349 200	NOK	75,45	177 247	0,86 %	0,28 %	0,15 %	
Farstad Shipping	3 941 600	NOK	128,50	506 496	10,11 %	0,80 %	0,43 %	
Fred. Olsen Energy	2 370 050	NOK	222,00	526 151	3,55 %	0,83 %	0,45 %	
Frontline	799 650	NOK	162,00	129 543	1,03 %	0,20 %	0,11 %	
Golar LNG	1 937 407	NOK	73,00	141 431	2,87 %	0,22 %	0,12 %	
Golar LNG Energy	3 150 000	NOK	11,00	34 650	1,38 %	0,05 %	0,03 %	
Golar Energy Warrants	630 000	NOK	1,57	989		0,00 %	0,00 %	
Norwegian Energy	11 500 000	NOK	17,90	205 850	4,74 %	0,32 %	0,18 %	
Petroleum Geo-Services	16 706 260	NOK	66,50	1 110 966	8,44 %	1,74 %	0,95 %	
ProSafe	25 355 735	NOK	36,85	934 359	11,03 %	1,47 %	0,80 %	
Prosafe Production	12 798 235	NOK	12,45	159 338	5,01 %	0,25 %	0,14 %	
Seadrill	29 747 530	NOK	148,00	4 402 634	7,45 %	6,91 %	3,76 %	
Statoil	103 945 760	NOK	144,80	15 051 346	3,26 %	23,63 %	12,86 %	
Subsea 7	5 259 300	NOK	96,10	505 419	3,56 %	0,79 %	0,43 %	
TGS Nopec	8 102 050	NOK	104,80	849 095	7,79 %	1,33 %	0,73 %	
Totalt for Energi				26 502 560		41,60 %	22,64 %	
Norske Skog	9 254 155	NOK	9,55	88 377	4,87 %	0,14 %	0,08 %	
Norsk Hydro	72 359 835	NOK	48,71	3 524 648	5,83 %	5,53 %	3,01 %	
Yara International	18 972 333	NOK	263,70	5 003 004	6,51 %	7,85 %	4,27 %	
Totalt for Materialer				8 616 029		13,53 %	7,36 %	
Eitzen Chemical	22 400 000	NOK	1,84	41 216	2,97 %	0,06 %	0,04 %	
Golden Ocean Group	9 800 000	NOK	10,57	103 586	2,14 %	0,16 %	0,09 %	
Kongsberg Gruppen	12 025 420	NOK	88,25	1 061 243	10,02 %	1,67 %	0,91 %	
Oddfjell A	599 400	NOK	52,00	31 169	0,69 %	0,05 %	0,03 %	
Oddfjell B	1 788 500	NOK	50,00	89 425	2,06 %	0,14 %	0,08 %	
Orkla	110 900 010	NOK	56,85	6 304 666	10,78 %	9,90 %	5,39 %	
Renewable Energy Corporation	25 457 751	NOK	44,75	1 139 234	3,83 %	1,79 %	0,97 %	
Stolt-Nielsen	3 688 400	NOK	80,25	295 994	5,75 %	0,46 %	0,25 %	
Tomra Systems	15 641 200	NOK	27,70	433 261	10,43 %	0,68 %	0,37 %	
Veidekke	9 796 350	NOK	49,80	487 858	7,33 %	0,77 %	0,42 %	
Wilhelm Wilhelmsen A	1 052 450	NOK	122,00	128 399	2,12 %	0,20 %	0,11 %	
Wilhelm Wilhelmsen B	610 100	NOK	125,00	76 263	1,23 %	0,12 %	0,07 %	
Totalt for Industri				10 192 314		16,00 %	8,71 %	
Block Watne Gruppen	705 800	NOK	17,00	11 999	0,72 %	0,02 %	0,01 %	
Ekornes	3 093 235	NOK	120,00	371 188	8,40 %	0,58 %	0,32 %	
Kongsberg Automotive	2 100 000	NOK	5,56	11 676	0,52 %	0,02 %	0,01 %	
Royal Caribbean Cruises	3 441 975	NOK	147,40	507 347	1,62 %	0,80 %	0,43 %	
Schibsted	7 062 543	NOK	130,10	918 837	6,54 %	1,44 %	0,78 %	
Totalt for Forbruksvarer				1 821 047		2,86 %	1,56 %	
Austevoll Seafood	1 512 200	NOK	36,10	54 590	0,75 %	0,09 %	0,05 %	
Cermaq	4 555 600	NOK	56,00	255 114	4,92 %	0,40 %	0,22 %	
Copeinca	130 000	NOK	46,60	6 058	0,22 %	0,01 %	0,01 %	
Lerøy Seafood Group	703 400	NOK	105,00	73 857	1,31 %	0,12 %	0,06 %	
Marine Harvest Group	188 115 925	NOK	4,23	795 918	5,26 %	1,25 %	0,68 %	
Rieber & Søn A	8 812 600	NOK	41,00	361 317	11,36 %	0,57 %	0,31 %	
SalMar	8 091 137	NOK	46,00	372 192	7,86 %	0,58 %	0,32 %	
Totalt for Konsumentvarer				1 919 046		3,01 %	1,64 %	
Axis-Shield	3 266 500	NOK	37,00	120 861	6,60 %	0,19 %	0,10 %	
Pronova Biopharma	11 219 084	NOK	17,60	197 456	3,73 %	0,31 %	0,17 %	
Totalt for Helsevern				318 316		0,50 %	0,27 %	
DnB NOR	62 511 884	NOK	62,75	3 922 621	3,84 %	6,16 %	3,35 %	
Norwegian Property	19 264 000	NOK	13,50	260 064	4,25 %	0,41 %	0,22 %	
Olav Thon Eiendom	1 013 004	NOK	770,00	780 013	9,52 %	1,22 %	0,67 %	
Storebrand	20 103 891	NOK	39,56	795 310	4,47 %	1,25 %	0,68 %	
Totalt for Finansielle tjenester				5 758 008		9,04 %	4,92 %	
Atea	500 000	NOK	50,00	25 000	0,52 %	0,04 %	0,02 %	
EDB Business Partner	7 157 150	NOK	23,70	169 624	7,83 %	0,27 %	0,14 %	
Nordic Semiconductor	2 468 550	NOK	52,75	130 216	7,31 %	0,20 %	0,11 %	
Tandberg*	11 296 550	NOK	165,00	1 863 931	10,09 %	2,93 %	1,59 %	
Totalt for Informasjonsteknologi				2 188 771		3,44 %	1,87 %	
Telenor	78 518 861	NOK	81,05	6 363 954	4,74 %	9,99 %	5,44 %	
Totalt for Telekommunikasjon og tjenester				6 363 954		9,99 %	5,44 %	
Hafslund B	306 400	NOK	68,75	21 065	0,16 %	0,03 %	0,02 %	
Totalt for Forsyningsselskaper				21 065		0,03 %	0,02 %	
Sum markedsverdi				63 701 110		100,00 %	54,41 %	
Urealiserte kursgevinster/kurstap				18 704 269				
Bokført kostpris				44 996 841				

* Folketrygdfondet flagget 16.11.09 aksept av tilbud fremsatt av Cisco Systems Netherlands Holdings B.V. (Cisco) hvor Cisco under visse betingelser tilbudte å kjøpe alle utestående aksjer i Tandberg til kurs 170. Posten er balanseført til kursen på Oslo Børs siste handelsdag, som følge av at visse betingelser i Ciscos tilbud avhenger av myndighetsgodkjenning. Slik godkjenning foreligger ikke på tidspunkt for regnskapsavleggelse.

Nordiske aksjer

Selskap	Antall	Valuta	Markedskurs i lokal valuta	Markedsverdi i NOK (1 000 kr)	Eierandel	Andel av nordiske aksjer	Andel av totalen
Lundin Petroleum	250 000	SEK	56,60	11 448	0,08 %	0,12 %	0,01 %
Neste Oil	450 000	EUR	12,42	46 323	0,18 %	0,48 %	0,04 %
PAR 11pct CNV BDS 15/jan/2014 SEK	41 374 400	SEK	157,93	52 866	12,33 %	0,55 %	0,05 %
PA Resources	700 000	SEK	24,60	13 932	0,21 %	0,15 %	0,01 %
Totalt for Energi				124 569		1,30 %	0,11 %
Boliden	762 520	SEK	92,10	56 819	0,26 %	0,59 %	0,05 %
Holmen B	202 932	SEK	183,00	30 046	0,33 %	0,31 %	0,03 %
Huhtamaki	100 000	EUR	9,70	8 040	0,09 %	0,08 %	0,01 %
Novozymes B	109 441	DKK	540,00	65 828	0,20 %	0,69 %	0,06 %
Outokumpu	325 618	EUR	13,26	35 786	0,18 %	0,37 %	0,03 %
Rautaruukki	357 362	EUR	16,14	47 805	0,25 %	0,50 %	0,04 %
SSAB A	545 288	SEK	122,10	53 867	0,17 %	0,56 %	0,05 %
SSAB B	70 000	SEK	111,50	6 315	0,02 %	0,07 %	0,01 %
Stora Enso R	1 780 050	EUR	4,88	71 997	0,29 %	0,75 %	0,06 %
Svensk Cellulose B	1 928 782	SEK	95,45	148 951	0,27 %	1,55 %	0,13 %
UPM-Kymmene	1 452 697	EUR	8,32	100 176	0,28 %	1,04 %	0,09 %
Totalt for Materialer				625 629		6,52 %	0,53 %
ABB	1 575 000	SEK	138,00	175 850	0,35 %	1,83 %	0,15 %
Alfa Laval	1 080 000	SEK	99,00	86 505	0,97 %	0,90 %	0,07 %
A. P. Møller - Mærsk A	3 700	DKK	35 300,00	145 482	0,06 %	1,52 %	0,12 %
A. P. Møller - Mærsk B	2 300	DKK	36 600,00	93 765	0,03 %	0,98 %	0,08 %
Assa Abloy	550 000	SEK	137,80	61 319	0,15 %	0,64 %	0,05 %
Atlas Copco A	1 900 000	SEK	105,30	161 869	0,11 %	1,69 %	0,14 %
Atlas Copco B	1 540 000	SEK	93,45	116 435	0,09 %	1,21 %	0,10 %
Cargotec B	78 868	EUR	19,31	12 623	0,14 %	0,13 %	0,01 %
D/S Norden	80 000	DKK	209,50	18 668	0,18 %	0,19 %	0,02 %
DSV	650 000	DKK	94,00	68 057	0,29 %	0,71 %	0,06 %
Flsmidth & CO.	70 000	DKK	367,00	28 615	0,13 %	0,30 %	0,02 %
G4S	1 297 966	DKK	21,70	31 373	0,09 %	0,33 %	0,03 %
Hexagon B	510 000	SEK	105,75	43 635	0,20 %	0,45 %	0,04 %
Jaakko Poyry Group	180 413	EUR	11,17	16 703	0,31 %	0,17 %	0,01 %
Kone B	465 496	EUR	29,96	115 590	0,21 %	1,21 %	0,10 %
Konecranes	197 794	EUR	19,08	31 279	0,32 %	0,33 %	0,03 %
Loomis B	67 646	SEK	78,25	4 283	0,11 %	0,04 %	0,00 %
Metso	341 900	EUR	24,63	69 795	0,24 %	0,73 %	0,06 %
Niscayah Group	840 000	SEK	14,85	10 092	0,12 %	0,11 %	0,01 %
NKT Holding	21 525	DKK	291,00	6 977	0,09 %	0,07 %	0,01 %
Outotec Oyj	85 000	EUR	24,74	17 429	0,20 %	0,18 %	0,01 %
Saab B	150 000	SEK	118,00	14 320	0,14 %	0,15 %	0,01 %
Sandvik	3 500 000	SEK	86,40	244 661	0,30 %	2,55 %	0,21 %
Scania B	550 000	SEK	92,30	41 072	0,07 %	0,43 %	0,04 %
Securitas B	538 233	SEK	70,05	30 504	0,15 %	0,32 %	0,03 %
Skanska B	400 000	SEK	121,60	39 353	0,09 %	0,41 %	0,03 %
SKF B	1 242 500	SEK	123,60	124 250	0,22 %	1,30 %	0,11 %
Trelleborg B	460 000	SEK	53,75	20 004	0,57 %	0,21 %	0,02 %
Uponor	100 000	EUR	15,00	12 432	0,14 %	0,13 %	0,01 %
Vestas Wind Systems	500 152	DKK	317,00	176 602	0,27 %	1,84 %	0,15 %
Volvo A	1 220 000	SEK	61,00	60 211	0,05 %	0,63 %	0,05 %
Volvo B	3 530 000	SEK	61,45	175 501	0,16 %	1,83 %	0,15 %
Wartsila	177 000	EUR	28,07	41 179	0,24 %	0,43 %	0,04 %
Totalt for Industri				2 296 437		23,94 %	1,96 %
Alma Media	175 600	EUR	7,48	10 887	0,24 %	0,11 %	0,01 %
Amer Sports	356 332	EUR	7,00	20 674	0,29 %	0,22 %	0,02 %
Autoliv	51 745	SEK	318,50	13 334	0,06 %	0,14 %	0,01 %
Bang & Olufsen B	36 294	DKK	75,50	3 052	0,33 %	0,03 %	0,00 %
Betsson B	23 000	SEK	109,75	2 042	0,07 %	0,02 %	0,00 %
Electrolux B	849 597	SEK	167,50	115 136	0,14 %	1,20 %	0,10 %
Eniro	424 300	SEK	35,80	12 290	0,26 %	0,13 %	0,01 %
Hennes & Mauritz B	1 591 440	SEK	397,40	511 683	0,19 %	5,34 %	0,44 %
Husqvarna A	144 411	SEK	49,80	5 819	0,03 %	0,06 %	0,00 %
Husqvarna B	1 209 690	SEK	52,75	51 627	0,21 %	0,54 %	0,04 %
IC Companys	9 650	DKK	179,50	1 929	0,05 %	0,02 %	0,00 %
Modern Times Group B	192 798	SEK	355,90	55 515	0,37 %	0,58 %	0,05 %
Nobia	39 902	SEK	41,90	1 353	0,02 %	0,01 %	0,00 %
Nokian Renkaat	424 883	EUR	17,00	59 866	0,34 %	0,62 %	0,05 %
Rezidor Hotel Group	487 922	SEK	24,40	9 632	0,33 %	0,10 %	0,01 %
Sanoma	387 767	EUR	15,76	50 651	0,24 %	0,53 %	0,04 %
Skistar	20 460	SEK	128,50	2 127	0,05 %	0,02 %	0,00 %
Stockmann B	47 056	EUR	19,00	7 410	0,15 %	0,08 %	0,01 %
Unibet Group	29 219	SEK	174,00	4 113	0,10 %	0,04 %	0,00 %
Totalt for Forbruksvarer				939 141		9,79 %	0,80 %

(Nordiske aksjer forts.)

Selskap	Antall	Valuta	Markedskurs i lokal valuta	Markedsverdi i NOK (1 000 kr)	Eierandel	Andel av nordiske aksjer	Andel av totalen
Aarhuskarlshamn	53 254	SEK	157,00	6 764	0,13 %	0,07 %	0,01 %
Axfood	69 072	SEK	209,50	11 708	0,13 %	0,12 %	0,01 %
Carlsberg B	339 116	DKK	384,00	145 049	0,15 %	1,51 %	0,12 %
Danisco	145 184	DKK	348,50	56 358	0,30 %	0,59 %	0,05 %
East Asiatic Co.	13 741	DKK	182,00	2 786	0,09 %	0,03 %	0,00 %
Hakon Invest	15 684	SEK	111,75	1 418	0,02 %	0,01 %	0,00 %
Kesko B	244 434	EUR	23,08	46 759	0,37 %	0,49 %	0,04 %
Oriflame Cosmetics	101 785	SEK	428,50	35 287	0,19 %	0,37 %	0,03 %
Royal Unibrew	10 326	DKK	139,00	1 599	0,18 %	0,02 %	0,00 %
Swedish Match	617 143	SEK	156,90	78 341	0,24 %	0,82 %	0,07 %
Totalt for Konsumentvarer				386 068		4,03 %	0,33 %
Astra Zeneca	900 000	SEK	335,20	244 079	0,30 %	2,54 %	0,21 %
Biovitrum AB	600 000	SEK	27,80	13 495	0,39 %	0,14 %	0,01 %
Coloplast B	93 700	DKK	473,00	49 367	0,21 %	0,51 %	0,04 %
Genmab	130 000	DKK	82,00	11 874	0,29 %	0,12 %	0,01 %
Getinge B	600 000	SEK	136,30	66 165	0,15 %	0,69 %	0,06 %
GN Store Nord	120 000	DKK	27,80	3 716	0,06 %	0,04 %	0,00 %
Meda A	850 000	SEK	64,50	44 357	0,33 %	0,46 %	0,04 %
Novo Nordisk B	1 300 000	DKK	332,00	480 746	0,16 %	5,01 %	0,41 %
Orion B	300 000	EUR	15,05	37 422	0,34 %	0,39 %	0,03 %
William Demant Holding	70 000	DKK	392,50	30 604	0,11 %	0,32 %	0,03 %
Totalt for Helsevern				981 823		10,24 %	0,84 %
Castellum	116 500	SEK	72,50	6 834	0,07 %	0,07 %	0,01 %
Danske Bank	793 996	DKK	118,00	104 360	0,11 %	1,09 %	0,09 %
Fabege	600 400	SEK	45,20	21 956	0,35 %	0,23 %	0,02 %
Hufvudstaden A	500 000	SEK	54,25	21 946	0,25 %	0,23 %	0,02 %
Industrivarden C	860 000	SEK	82,25	57 229	0,73 %	0,60 %	0,05 %
Investor A	1 400 000	SEK	131,80	149 289	0,13 %	1,56 %	0,13 %
Investor B	1 200 000	SEK	132,90	129 030	0,11 %	1,35 %	0,11 %
Kinnevik Investment B	1 000 000	SEK	107,00	86 570	0,47 %	0,90 %	0,07 %
Kungsleden	300 000	SEK	49,20	11 942	0,22 %	0,12 %	0,01 %
Lundbergs B	70 000	SEK	363,00	20 558	0,18 %	0,21 %	0,02 %
Nordea	8 344 581	SEK	72,90	492 170	0,32 %	5,13 %	0,42 %
Pohjola Bank	1 648 170	EUR	7,55	103 137	1,03 %	1,08 %	0,09 %
Sampo	1 956 311	EUR	17,02	275 969	0,34 %	2,88 %	0,24 %
Skand. Enskilda Banken A	1 600 000	SEK	44,34	57 398	0,23 %	0,60 %	0,05 %
Svenska Handelsbk. A	2 476 826	SEK	204,20	409 199	0,40 %	4,27 %	0,35 %
Sydbank	40 000	DKK	133,75	5 959	0,06 %	0,06 %	0,01 %
Trygvesta	20 000	DKK	342,75	7 636	0,03 %	0,08 %	0,01 %
Totalt for Finansielle tjenester				1 961 181		20,45 %	1,67 %
Acando	150 000	SEK	13,75	1 669	0,20 %	0,02 %	0,00 %
Aldata Solution	57 006	EUR	0,46	217	0,08 %	0,00 %	0,00 %
Basware	4 792	EUR	14,52	577	0,04 %	0,01 %	0,00 %
Comptel	300 000	EUR	0,78	1 939	0,28 %	0,02 %	0,00 %
Ericsson B	7 600 000	SEK	65,90	405 212	0,05 %	4,23 %	0,35 %
F-Secure	148 832	EUR	2,74	3 380	0,10 %	0,04 %	0,00 %
Indust & Financial System B	110 000	SEK	68,00	6 052	0,43 %	0,06 %	0,01 %
Intoi B	8 724	SEK	24,40	172	0,08 %	0,00 %	0,00 %
Know It	9 528	SEK	57,75	445	0,07 %	0,00 %	0,00 %
Nokia	11 700 000	EUR	8,92	864 996	0,31 %	9,02 %	0,74 %
Readsoft B	20 721	SEK	14,30	240	0,07 %	0,00 %	0,00 %
Sigma B	100 000	SEK	5,15	417	0,12 %	0,00 %	0,00 %
Tekla	12 226	EUR	6,35	643	0,05 %	0,01 %	0,00 %
Tietoerator	280 000	EUR	14,50	33 650	0,39 %	0,35 %	0,03 %
Totalt for Informasjonsteknologi				1 319 610		13,76 %	1,13 %
Elisa Communications	1 303 551	EUR	15,96	172 435	0,78 %	1,80 %	0,15 %
Millicom Int. Cellular	15 000	SEK	533,00	6 468	0,03 %	0,07 %	0,01 %
Tele 2 B	842 300	SEK	110,20	75 099	0,14 %	0,78 %	0,06 %
TeliaSonera	9 763 375	SEK	51,85	409 573	0,22 %	4,27 %	0,35 %
Totalt for Telekommunikasjon og tjenester				663 575		6,92 %	0,57 %
Fortum	1 860 571	EUR	18,97	292 535	0,21 %	3,05 %	0,25 %
Totalt for Forsyningsselskaper				292 535		3,05 %	0,25 %
Sum markedsverdi				9 590 568		100,00 %	8,19 %
Urealiserte kursgevinster/-tap				55 981			
Bokført kostpris				9 534 588			

NOTE 10 – OBLIGASJONER OG SERTIFIKATER

Utstederkategorier,
markedsverdi

Beløp i millioner kroner	Norsk obligasjons- portefølje	Nordisk obligasjons- portefølje	Sum
Stat	5 128	1 844	6 972
Statsgarantert	151	395	546
Kommune	704	90	794
Finans, særskilt sikre lån	730	1 616	2 346
Finans, ordinære lån	17 049	808	17 857
Finans, ansvarlige lån	3 068	284	3 352
Finans, fondsobligasjoner	85	104	189
Industri, ordinære lån	9 551	1 089	10 640
Industri, ansvarlige lån		96	96
Sum obligasjoner og sertifikater	36 466	6 326	42 792

Obligasjoner og sertifikater,
fordeling etter valuta

Beløp i millioner kroner	Norsk obligasjons- portefølje	Nordisk obligasjons- portefølje	Sum
NOK	29 172		29 172
SEK		1 630	1 630
DKK		1 997	1 997
USD	1 375	469	1 844
EUR	5 919	2 129	8 048
GBP		101	101
Sum obligasjoner og sertifikater	36 466	6 326	42 792

	2009	2008
Totalt norsk og nordisk obligasjonsportefølje, markedsverdi i NOK (1 000 kroner)	42 791 502	41 514 759

Utstedere norsk obligasjonsportefølje

Utsteder	Markedsverdi i NOK (1 000 kroner)	Andel av norske obligasjoner	Andel av totalen
Norge Kongeriket	5 127 946	14,06 %	4,38 %
Stat	5 127 946	14,06 %	4,38 %
Statkraft	150 793	0,41 %	0,13 %
Statsgarantert	150 793	0,41 %	0,13 %
Oslo kommune	704 376	1,93 %	0,60 %
Kommune	704 376	1,93 %	0,60 %
BN Boligkreditt	200 978	0,55 %	0,17 %
DnB NOR Boligkreditt	528 913	1,45 %	0,45 %
Finans, OMF	729 891	2,00 %	0,62 %

Utsteder	Markedsverdi i NOK (1 000 kroner)	Andel av norske obligasjoner	Andel av totalen
Aasen Sparebank	35 007	0,10 %	0,03 %
Andebu Sparebank	40 408	0,11 %	0,03 %
Arendal og Omegns Sparekasse	138 098	0,38 %	0,12 %
Aurskog Sparebank	124 647	0,34 %	0,11 %
Bamble og Langesund Sparebank	90 578	0,25 %	0,08 %
Bank 1 Oslo	280 180	0,77 %	0,24 %
Berg Sparebank	50 052	0,14 %	0,04 %
Bien Sparebank	20 175	0,06 %	0,02 %
Blaker Sparebank	35 070	0,10 %	0,03 %
Bolig- og Næringsbanken	251 994	0,69 %	0,22 %
Bolig- og Næringskreditt	686 074	1,88 %	0,59 %
Bud, Fræna og Hustad Sparebank	62 252	0,17 %	0,05 %
DnBNOR	1 859 584	5,10 %	1,59 %
Eiendoms-kreditt	55 076	0,15 %	0,05 %
Eksporthfinans	232 745	0,64 %	0,20 %
Fana Sparebank	30 024	0,08 %	0,03 %
Flekkefjord Sparebank	169 501	0,46 %	0,14 %
Fornebu Sparebank	25 052	0,07 %	0,02 %
Gjensidige Bank	200 226	0,55 %	0,17 %
Grong Sparebank	55 083	0,15 %	0,05 %
Halden Sparebank	180 903	0,50 %	0,15 %
Haugesund Sparebank	50 004	0,14 %	0,04 %
Helgeland Sparebank	445 862	1,22 %	0,38 %
Hjelmeland Sparebank	102 626	0,28 %	0,09 %
Holla og Lunde Sparebank	244 260	0,67 %	0,21 %
Hol Sparebank	75 393	0,21 %	0,06 %
Hønefoss Sparebank	86 322	0,24 %	0,07 %
Indre Sogn Sparebank	116 145	0,32 %	0,10 %

Klæbu Sparebank	80 015	0,22 %	0,07 %
Klepp Sparebank	161 032	0,44 %	0,14 %
Kragerø Sparebank	104 519	0,29 %	0,09 %
Kredittforeningen for Sparebanker	95 705	0,26 %	0,08 %
Kvinesdal Sparebank	65 301	0,18 %	0,06 %
Kvinnherad Sparebank	210 457	0,58 %	0,18 %
Landkreditt Bank	49 673	0,14 %	0,04 %
Larvikbanken Brunlanes Sparebank	50 231	0,14 %	0,04 %
Lillesands Sparebank	100 647	0,28 %	0,09 %
Lillestrøm Sparebank	50 254	0,14 %	0,04 %
Lom og Skjåk Sparebank	157 870	0,43 %	0,13 %
Marker Sparebank	55 155	0,15 %	0,05 %
Melhus Sparebank	35 429	0,10 %	0,03 %
Nes Prestegjelds Sparebank	152 453	0,42 %	0,13 %
Nordea Eiendoms-kreditt	3 658	0,01 %	0,00 %
Nøtterø Sparebank	19 861	0,05 %	0,02 %
Odal Sparebank	40 007	0,11 %	0,03 %
Opdals Sparebank	45 009	0,12 %	0,04 %
Orkdal Sparebank	61 233	0,17 %	0,05 %
Ørland Sparebank	50 180	0,14 %	0,04 %
Pareto Bank	75 176	0,21 %	0,06 %
Ringerikes Sparebank	100 213	0,27 %	0,09 %
Rørosbanken Røros Sparebank	50 936	0,14 %	0,04 %
Rygge Vaaler Sparebank	279 846	0,77 %	0,24 %
Sandnes Sparebank	444 232	1,22 %	0,38 %
Selbu Sparebank	58 131	0,16 %	0,05 %
Skudenes & Aakra sparebank	52 299	0,14 %	0,04 %
Søgne og Greipstad Sparebank	95 826	0,26 %	0,08 %
SpareBank 1 Buskerud-Vestfold	484 824	1,33 %	0,41 %
Sparebank 1 Gudbrandsdal	124 934	0,34 %	0,11 %
Sparebank 1 Hallingdal	125 658	0,34 %	0,11 %
Sparebank 1 Nord-Norge	999 993	2,74 %	0,85 %
Sparebank 1 Nordvest	49 769	0,14 %	0,04 %
SpareBank 1 SMN	454 495	1,25 %	0,39 %
SpareBank 1 SR-Bank	1 601 870	4,39 %	1,37 %
Sparebank 1 Telemark	96 893	0,27 %	0,08 %
Sparebanken Hardanger	50 038	0,14 %	0,04 %
Sparebanken Møre	252 152	0,69 %	0,22 %
Sparebanken Narvik	206 769	0,57 %	0,18 %
Sparebanken Øst	672 891	1,85 %	0,57 %
Sparebanken Pluss	693 231	1,90 %	0,59 %
Sparebanken Sogn og Fjordane	210 039	0,58 %	0,18 %
Sparebanken Sør	394 215	1,08 %	0,34 %
Sparebanken Vest	902 512	2,47 %	0,77 %
Spydeberg Sparebank	32 193	0,09 %	0,03 %
Stadsbygd Sparebank	10 054	0,03 %	0,01 %
Storebrand	139 144	0,38 %	0,12 %
Storebrand Bank	443 474	1,22 %	0,38 %
Strømmen Sparebank	25 231	0,07 %	0,02 %
Surnadal Sparebank	122 766	0,34 %	0,10 %
Terra Boligkreditt	50 378	0,14 %	0,04 %
Time Sparebank	100 100	0,27 %	0,09 %
Tinn Sparebank	55 087	0,15 %	0,05 %
Tolga-Os Sparebank	49 961	0,14 %	0,04 %
Totens Sparebank	25 039	0,07 %	0,02 %
Trøgstad Sparebank	25 225	0,07 %	0,02 %
Voss Veksel- og Landmandsbank	161 595	0,44 %	0,14 %
Finans, ordinære lån	17 049 214	46,75 %	14,56 %
DnBNOR	722 166	1,98 %	0,62 %
Hol Sparebank	23 044	0,06 %	0,02 %
Klepp Sparebank	31 907	0,09 %	0,03 %
Kommunal Landspensjonskasse	564 298	1,55 %	0,48 %
Kvinesdal Sparebank	25 289	0,07 %	0,02 %
Sandnes Sparebank	92 880	0,25 %	0,08 %
Sparebank 1 Nord-Norge	207 525	0,57 %	0,18 %
SpareBank 1 SMN	157 541	0,43 %	0,13 %
SpareBank 1 SR-Bank	243 265	0,67 %	0,21 %
Sparebanken Møre	90 615	0,25 %	0,08 %
Sparebanken Øst	73 723	0,20 %	0,06 %
Sparebanken Vest	300 463	0,82 %	0,26 %
Sparebanken Volda Ørsta	98 151	0,27 %	0,08 %
Storebrand Livsforsikring	437 056	1,20 %	0,37 %
Finans, ansvarlige lån	3 067 924	8,41 %	2,62 %

DnBNOR	40 716	0,11 %	0,03 %
SpareBank 1 SMN	44 169	0,12 %	0,04 %
Finans, fondsobligasjoner	84 884	0,23 %	0,07 %
Agder Energi	51 157	0,14 %	0,04 %
Akershus Energi	50 781	0,14 %	0,04 %
Austevoll Seafood	110 780	0,30 %	0,09 %
Avinor	138 115	0,38 %	0,12 %
Bergenshalvøens Kommunale Kraftselskap	152 705	0,42 %	0,13 %
Blom	30 025	0,08 %	0,03 %
Bonheur	25 198	0,07 %	0,02 %
Color Group	45 482	0,12 %	0,04 %
DOF	76 968	0,21 %	0,07 %
Dof Subsea	103 324	0,28 %	0,09 %
E-CO Energi	55 242	0,15 %	0,05 %
EDB Business Partner	54 573	0,15 %	0,05 %
Eidsiva Energi	258 486	0,71 %	0,22 %
Eitzen Chemical	30 635	0,08 %	0,03 %
Eitzen Maritime Services	10 115	0,03 %	0,01 %
Energiselskapet Buskerud	219 680	0,60 %	0,19 %
Entra Eiendom	50 124	0,14 %	0,04 %
Felleskjøpet Agri BA	78 974	0,22 %	0,07 %
Fjellinjen	300 256	0,82 %	0,26 %
Hafslund	336 610	0,92 %	0,29 %
Havila Shipping	30 785	0,08 %	0,03 %
Hexagon Composites	40 436	0,11 %	0,03 %
I.M. Skaugen SE	73 299	0,20 %	0,06 %
Kollektivtransportproduksjon	76 189	0,21 %	0,07 %
Kongsberg Gruppen	218 336	0,60 %	0,19 %
Kverneland	33 126	0,09 %	0,03 %
Lyse Energi	352 744	0,97 %	0,30 %
Norgesgruppen	228 919	0,63 %	0,20 %
Norske Skogindustrier	231 897	0,64 %	0,20 %
Norwegian Energy Company	71 539	0,20 %	0,06 %
Odfjell SE	108 249	0,30 %	0,09 %
Olav Thon Eiendomsselskap	206 799	0,57 %	0,18 %
Orkla	1 305 036	3,58 %	1,11 %
Posten Norge	251 257	0,69 %	0,21 %
Prosafe SE	102 300	0,28 %	0,09 %
Renewable Energy Corporation	54 311	0,15 %	0,05 %
Rieber & Søn	51 359	0,14 %	0,04 %
Seadrill Ltd	98 303	0,27 %	0,08 %
Sogn og Fjordane Energi	134 872	0,37 %	0,12 %
Solstad Offshore	90 351	0,25 %	0,08 %
Songa Offshore SE	22 661	0,06 %	0,02 %
Statkraft	1 208 831	3,31 %	1,03 %
StatoilHydro	1 027 060	2,82 %	0,88 %
Sunnhordland Kraftlag	100 568	0,28 %	0,09 %
Telenor	537 312	1,47 %	0,46 %
Tine BA	108 964	0,30 %	0,09 %
TTS Marine	30 800	0,08 %	0,03 %
Wilh. Wilhelmsen	275 586	0,76 %	0,24 %
Yara International	300 118	0,82 %	0,26 %
Industri, ordinære lån	9 551 235	26,19 %	8,16 %
Totalt norsk obligasjonsportefølje	36 466 263	100,00 %	31,15 %

Utstedere nordisk obligasjonsportefølje

<i>Utsteder</i>	<i>Markedsverdi i NOK (1 000 kroner)</i>	<i>Andel av nordiske obligasjoner</i>	<i>Andel av totalen</i>
Kingdom of Denmark	1 281 805	20,26 %	1,09 %
Kingdom of Sweden	452 566	7,15 %	0,39 %
Republic of Finland	109 900	1,74 %	0,09 %
Stat	1 844 271	29,16 %	1,58 %
Danske Bank	17 614	0,28 %	0,02 %
FIH Erhvervsbank	2 837	0,04 %	0,00 %
Øresundskonsortiet	38 613	0,61 %	0,03 %
Sveriges Bostadsfinansieringsaktiebolag	12 536	0,20 %	0,01 %
Swedbank	281 093	4,44 %	0,24 %
Volvofinans	42 131	0,67 %	0,04 %
Statsgarantert	394 824	6,24 %	0,34 %

Gøteborg kommune	34 235	0,54 %	0,03 %
Sundsvalls Kommun	55 339	0,87 %	0,05 %
Kommune	89 574	1,42 %	0,08 %
Aktia Mortgage Bank	43 465	0,69 %	0,04 %
Brfkredit	34 989	0,55 %	0,03 %
Danske Bank	128 056	2,02 %	0,11 %
Landsforsakringar Hypotek	90 714	1,43 %	0,08 %
Landshypotek	43 255	0,68 %	0,04 %
Nordea Hypotek	142 114	2,25 %	0,12 %
Nykredit Realkredit	416 410	6,58 %	0,36 %
OP Mortgage bank	41 579	0,66 %	0,04 %
Realkredit Danmark	88 725	1,40 %	0,08 %
Skandinaviska Enskilda Banken	61 561	0,97 %	0,05 %
Stadshypotek	268 864	4,25 %	0,23 %
Swedbank Hypotek	190 845	3,02 %	0,16 %
The Swedish Covered Bond Corp	64 982	1,03 %	0,06 %
Finans, OMF	1 615 560	25,54 %	1,38 %
Brfkredit	23 234	0,37 %	0,02 %
Danish ship Finance	30 681	0,49 %	0,03 %
Danske Bank	49 531	0,78 %	0,04 %
Investor	21 112	0,33 %	0,02 %
Kommuninvest	37 191	0,59 %	0,03 %
Nordea Bank	78 095	1,23 %	0,07 %
Nordea Kredit Realkreditakties	44 328	0,70 %	0,04 %
Nykredit Realkredit	34 996	0,55 %	0,03 %
Realkredit Danmark	118 154	1,87 %	0,10 %
Skandinaviska Enskilda Banken	43 849	0,69 %	0,04 %
Svenska Handelsbanken	200 519	3,17 %	0,17 %
Svensk Exportkredit	60 497	0,96 %	0,05 %
Sveriges Bostadsfinansieringsaktiebolag	66 184	1,05 %	0,06 %
Finans, ordinære lån	808 370	12,78 %	0,69 %
Danica Pension	7 627	0,12 %	0,01 %
Danske Bank	85 989	1,36 %	0,07 %
Nordea Bank	33 524	0,53 %	0,03 %
Skandinaviska Enskilda Banken	22 113	0,35 %	0,02 %
Svenska Handelsbanken	52 134	0,82 %	0,04 %
Swedbank	82 922	1,31 %	0,07 %
Finans, ansvarlige lån	284 310	4,49 %	0,24 %
Danske Bank	21 960	0,35 %	0,02 %
Skandinaviska Enskilda Banken	52 733	0,83 %	0,05 %
Svenska Handelsbanken	28 983	0,46 %	0,02 %
Finans, fondsobligasjoner	103 676	1,64 %	0,09 %
A.P. Møller - Mærsk	84 509	1,34 %	0,07 %
Atlas Copco	100 879	1,59 %	0,09 %
Carlsberg	46 305	0,73 %	0,04 %
Dong Energy	32 948	0,52 %	0,03 %
Electrolux	19 866	0,31 %	0,02 %
Ericsson	35 350	0,56 %	0,03 %
Fortum	114 648	1,81 %	0,10 %
Itella Oyj	42 060	0,66 %	0,04 %
Neste Oil	44 249	0,70 %	0,04 %
Nokia	46 985	0,74 %	0,04 %
Sandvik	48 219	0,76 %	0,04 %
Securitas	47 078	0,74 %	0,04 %
Stora Enso	8 611	0,14 %	0,01 %
Svensk Cellulose	54 745	0,87 %	0,05 %
Swedish Match	53 161	0,84 %	0,05 %
TVO Power	92 475	1,46 %	0,08 %
UPM-Kymmene	4 547	0,07 %	0,00 %
Vattenfall	119 089	1,88 %	0,10 %
Volvo	92 636	1,46 %	0,08 %
Industri, ordinære lån	1 088 360	17,21 %	0,93 %
Dong Energy	71 824	1,14 %	0,06 %
Vattenfall	24 470	0,39 %	0,02 %
Industri, ansvarlige lån	96 293	1,52 %	0,08 %
Totalt nordisk obligasjonsportefølje	6 325 239	100,00 %	5,40 %

NOTE 11 – RISIKOSTYRING

Risikostyring i Folketrygdfondet

Kapitalen til Statens pensjonsfond Norge er plassert som et innskudd i Folketrygdfondet. Folketrygdfondet forvalter Statens pensjonsfond Norge og Statens obligasjonsfond. Forvaltningen av Statens pensjonsfond Norge er regulert gjennom lov, forskrift, utfyllende retningslinjer til forskrift og i en forvaltningsavtale mellom Folketrygdfondet og Finansdepartementet.

Risikostyringen i Folketrygdfondet tar utgangspunkt i overordnede målsettinger, rammer og rapporteringskrav satt av Finansdepartementet.

Styret i Folketrygdfondet har vedtatt at Folketrygdfondet skal følge forskrift om risikostyring og internkontroll fastsatt av Finanstilsynet så langt det passer, og at helhetlig risikostyring skal benyttes som en del av arbeidet med å øke Folketrygdfondets evne til å nå sine finansielle, operasjonelle etterlevelsesmål. Som et rammeverk for helhetlig risikostyring har Folketrygdfondet valgt å ta utgangspunkt i COSO 2, et rammeverk som er utarbeidet av The Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission i 2004.

Organisering og fullmaktstruktur

Styret påser at det er betryggende risikostyring og kontrollrutiner i forvaltningen av Statens pensjonsfond Norge og har fastsatt prinsipper for verddivurdering, avkastningsmåling og måling, styring og kontroll av risiko og selskapets internkontroll.

Fullmakter. Alle fullmakter er personlige. Styret har gitt styrets leder rett til å tegne Folketrygdfondets firma. Administrerende direktør representerer Folketrygdfondet utad i saker som faller innenfor hans eller hennes myndighet og har rett til å tegne Folketrygdfondets firma.

Administrerende direktør kan skriftlig delegerer signaturfullmakt til personer som kan forplikte Folketrygdfondet med sin signatur. *Rammer* satt av styret skal vurderes ved behov og skal minimum være gjenstand for styrebehandling en gang årlig.

Uavhengige risikostyringsfunksjoner. Roller og ansvar for risikostyringen skal være klart definert i virksomheten. Gjennom organisering av virksomheten er det etablert arbeidsdeling mellom forvalterdelen av organisasjonen og kontrollerende funksjoner.

Oppfølging og anvendelse

Ansvarliggjøring. Alle ledere har ansvar for risikostyring innen sitt ansvars- og myndighetsområde. Risikovurderinger skal være en integrert del av de daglige forretningsprosessene. Risikovurdering omfatter risikostyring og internkontroll for de deler av virksomheten som er utkontraktert.

Risikorapportering. Rammer for markeds-, valutakurs-, kreditt- og motpartsrisiko overvåkes løpende i Folketrygdfondets automatiske overvåkingssystem. Avdelingsvise risikoregister skal oppdateres minimum hvert tertial. Eventuelle tap forårsaket av operasjonell risiko registreres i et hendelsesregister. Rapport om operasjonell risiko fremlegges for styret samtidig med den årlige evalueringen av operasjonell risiko. Eventuelle brudd på rammer satt av Finansdepartementet, styret eller administrerende direktør, rapporteres til styret i henhold til vedtatt rapporteringsplan.

Videre skal administrerende direktør, minst en gang årlig, utarbeide en samlet vurdering av risikosituasjonen som skal forelegges styret til behandling. Dersom det oppstår kontrollsvikt eller risiko som vurderes høyere enn vedtatt risikotolerance, skal dette umiddelbart rapporteres til styret eller administrerende direktør.

Evaluering av risikostyring og internkontroll. Det utarbeides årlig skriftlige evalueringer av Folketrygdfondets styring av markeds-, valutakurs-, kreditt- og motparts- og operasjonell risiko og Folketrygdfondets internkontrollsystem. Evalueringene er gjenstand for drøftelser med Folketrygdfondets styre.

Anvendelse av risikoinformasjon. Risikoinformasjonen inngår i styringen og oppfølgingen av porteføljene og rapporteres periodisk til Folketrygdfondets ledelse og styre.

Relevante risikomål

Et felles mål for risiko for Statens pensjonsfond Norge tallfestes i form av forventet relativ volatilitet, som beregnes for hele fondet samlet og for de fire delporteføljene norske aksjer, nordiske aksjer, norske obligasjoner og nordiske obligasjoner.

Supplerende risikomål. Risiko følges opp gjennom supplerende risikomål tilpasset de fire delporteføljene og samlet for fondet, for eksempel gjennom rammer satt av styret.

For risikostyringsformål skiller Folketrygdfondet mellom følgende risikoformer:

Markedsrisiko er risiko som skyldes den generelle risikoen i de markeder midlene til Statens pensjonsfond Norge investeres i, og er knyttet til resultatvariasjoner som følge av endringer i markedspriser (kurs). I oppfølgingen og målingen av markedsrisiko opereres det med flere begreper. Absolutt risiko er markedsrisikoen knyttet til de markeder midlene investeres i. Denne risikoen bæres av oppdragsgiver, og Finansdepartementet har definert en referanseportefølje som gir uttrykk for det risikonivået som ønskes. Relativ risiko er markedsrisiko målt som forskjell i avkastning mellom porteføljene og referanseporteføljene. I forskrift om forvaltningen av Statens pensjonsfond Norge er det gitt en ramme for forskjellen i avkastning mellom den faktiske porteføljene og referanseporteføljene målt ved forventet relativ volatilitet på annualisert basis. Rammen er gitt ved at forventet relativ volatilitet maksimalt skal være 3 prosentpoeng. I note 12 fremkommer en vurdering av markedsrisikoen per 31.12.09.

Kredittrisiko er risiko knyttet til at utstedere av obligasjoner ikke oppfyller sine betalingsforpliktelser. For å begrense tap som følge av kredittrisiko, har Folketrygdfondets styre etablert et rammeverk for å fastsette kredittammer for obligasjoner i porteføljene til Statens pensjonsfond Norge. Dette rammeverket bygger på utstedernes rating fra internasjonale ratingbyråer og sammensetningen av lån i den referanseporteføljene som Finansdepartementet har fastsatt. En stor del av aktuelle norske utstedere har ikke slik rating. I slike tilfeller settes det en intern rating basert på input fra ulike kilder, herunder programvare innkjøpt fra Moody's KMV. I note 10 fremkommer eksponering mot ulike utstedere. I note 13 fremkommer kreditteksponering fordelt etter ratingkategori 31.12.09.

Motpartsrisiko er risiko knyttet til at motparter for derivater, utlån av verdipapirer, bankinnskudd m.v. ikke er istand til å oppfylle sine forpliktelser overfor Folketrygdfondet. For å begrense tap som følge av motpartsrisiko, har Folketrygdfondets styre etablert et rammeverk for å fastsette rammer for eksponering av slik risiko knyttet til forretninger Folketrygdfondet inngår som del av forvaltningen av Statens pensjonsfond Norge. I note 13 fremkommer motpartseksponering per 31.12.09. I note 18 omtales etablert ordning for sikkerhetsstillelse.

Valutakursrisiko er risiko knyttet til endringer i valutakurs. Finansdepartementet har fastsatt at Folketrygdfondet i forvaltningen av Statens pensjonsfond Norge ikke skal ta eksplisitte valutaposisjoner som del av den aktive forvaltningen. Finansdepartementet har videre fastsatt at Folketrygdfondet gjennom en praktisk tilnærming skal søke å utligne valutakurseksponering når annons eksponering oppstår som følge av utviklingen i porteføljene. Styret til Folketrygdfondet har etablert en ramme for hvor ulik valutaeksponeringen kan være i forhold til referanseporteføljene før denne skal utlignes.

Likviditetsrisiko er todelt. Det er risikoen for at Folketrygdfondet ikke kan oppfylle sine betalingsforpliktelser og det er risikoen for at det ikke er mulig å realisere instrumenter når Folketrygdfondet finner det ønskelig å foreta et salg. Risikoen for at Folketrygdfondet ikke kan oppfylle sine forpliktelser styres som en integrert del av likviditetsoppfølgingen. Risikoen for at det ikke er mulig å realisere instrumenter når Folketrygdfondet finner det ønskelig som ledd i forvaltningen er spesielt stor som følge av Folketrygdfondets størrelse i markedene. I den operative forvaltningen inngår derfor likviditetshensyn som et av flere kriterier ved vurdering av hvilke porteføljvalg som foretas.

Operasjonell risiko defineres som risikoen for tap som følge av utilstrekkelige eller sviktende interne prosesser eller systemer, menneskelige feil, eller eksterne hendelser, herunder juridisk risiko. Operasjonell risiko skal være identifisert, dokumentert og skal kunne måles og kontrolleres før ny virksomhet (som for eksempel plassering i nye instrumenter, aktivaklasser, motparter, eksterne tjenesteytere, IT-systemer mv.) igangsettes.

Styret i Folketrygdfondet har etablert et rammeverk for måling og styring av operasjonell risiko, og det er en målsetting at den operasjonelle risikoen skal holdes på et så lavt nivå som mulig. Dersom risikovurderingene eller registrerte hendelser viser behov for forbedringstiltak, blir disse fulgt opp og ved hjelp av korrigerende tiltak søker man å redusere risikoen til et akseptabelt nivå.

NOTE 12 – MARKEDSRISIKO

Svært mye av markedsrisikoen i fondet er bestemt av markedsrisikoen til referanseporteføljene. I tillegg oppstår det risiko gjennom den aktive forvaltningen. Folketrygdfondet måler både absolutt og relativ markedsrisiko for Statens pensjonsfond Norge. Absolutt risiko estimeres med basis i volatiliteten i den faktiske porteføljene, og relativ risiko estimeres med basis i volatiliteten til forskjellen på avkastningen mellom den faktiske porteføljene og referanseporteføljene. Absolutt volatilitet er beregnet som standardavviket til tidsserien for avkastning i den oppgitte periode. Relativ volatilitet er beregnet som standardavviket til differanseavkastningen (porteføljens avkastning - referanseporteføljens avkastning). De beregnede standardavvikene er annualiserte.

(Note 12 forts.)

Absolutt volatilitet per 31.12.09 i prosent

	Forventet	Historisk			
		12 mnd	36 mnd	60 mnd	120 mnd
Statens pensjonsfond Norge	21,4	16,4	15,2	12,1	9,0
Norske aksjer	36,6	29,3	28,9	24,4	22,9
Nordiske aksjer	26,1	27,0	20,9	18,8	
Norske renter	2,6	3,2	2,6	2,4	2,4
Nordiske renter	11,3	8,4			

Relativ volatilitet per 31.12.09 i prosent

	Forventet	Historisk			
		12 mnd	36 mnd	60 mnd	120 mnd
Statens pensjonsfond Norge	2,1	2,1	1,9	1,7	1,5
Norske aksjer	4,0	3,7	3,6	4,1	4,4
Nordiske aksjer	1,9	2,6	2,3	1,8	
Norske renter	1,0	1,8	1,1	1,0	1,0
Nordiske renter	0,4	1,1			

Historisk volatilitet tar utgangspunkt i månedlige observasjoner 3, 5 og 10 år tilbake i tid, bortsett fra 12 mnd som benytter siste års ukentlige avkastningsrater.

Forventede volatiliteter er beregnet med hjelp av systemet RiskManager3 fra RiskMetrics. Det er benyttet parametrisert metode med siste fem års månedlige observasjoner som grunnlag for risikoparametrene. Disse er sammenvektet med en nedvektingsfaktor på 0,97.

Forventet volatilitet gir uttrykk for hvordan avkastningen frem i tid antas å variere basert på hvordan porteføljen og referanseporteføljen er sammensatt per 31.12.09. Til forskjell fra forventet volatilitet gir historisk volatilitet uttrykk for hvordan den faktiske avkastningen til porteføljen og referanseporteføljen har variert i de aktuelle periodene frem til 31.12.09.

En forventet relativ volatilitet på 2,1 prosentpoeng for Statens pensjonsfond Norge ved utgangen av 2009 innebærer, under gitte forutsetninger, at avkastningen til porteføljen med den sammensetning porteføljen og referanseporteføljen hadde 31.12.09, forventes å variere med mindre enn 2,1 prosentpoeng fra referanseporteføljens avkastning i 2 av 3 år. I 1 av 3 år forventes avkastning å variere med mer enn 2,1 prosentpoeng fra referanseporteføljens avkastning.

Ved utgangen av 2009 hadde porteføljen en forventet annualisert markedsrisiko på 21,4 prosent. Det er lavere enn 22,2 prosent som ble målt ved utgangen av 1. halvår 2009. Bakgrunnen for reduksjonen i risiko er at markedene har vært mindre volatile etter finansuroen.

NOTE 13 – KREDITTEKSPONERING OG MOTPARTSEKSPONERING

For Statens pensjonsfond Norge oppstår kredittrisiko dels i renteporteføljen som følge av Finansdepartementets valg av referanseportefølje og dels gjennom Folketrygdfondets aktive forvaltning.

I forvaltningen har Folketrygdfondets styre etablert et rammeverk som baserer seg på rating for utsteder, ved at bedre rating gir høyere ramme. I rammeverket gir ulik grad av samme karakter også ulik ramme (dvs BB+ gir høyere ramme enn BB som igjen gir høyere ramme enn BB-). I dette rammeverket inngår i tillegg til de eksterne kildene for rating også Folketrygdfondets interne modeller for kredittrating. Det innebærer at alle utsteder i det interne rammeverket har rating. Rating fra de internasjonale ratingbyråene (S&P, Moody's og Fitch) har i det interne rammeverket prioritet. Ved ulik rating fra byråene brukes midtre rating når alle tre byråene har ratet utsteder og laveste dersom to av byråene har ratet utsteder. For lån uten rating fra ett av de tre internasjonale byråene brukes intern rating, men denne kan ikke være mer enn en grad bedre enn ratingindikasjon fra norsk meglerhus (dvs om norsk meglerhus har indikert BB, kan ikke intern rating være høyere enn BB+). De interne modellene gir gjennomgående lik eller lavere kredittrating enn norske meglerhus.

Obligasjonsporteføljen fordelt etter ratingkategorier*

Beløp i millioner kroner	Norsk	Nordisk	Sum
	obligasjonsportefølje	obligasjonsportefølje	
AAA/Aaa - stat i egen valuta	5 128	1 831	6 959
AAA/Aaa - andre	1 233	2 169	3 402
AA/Aa	4 182	734	4 917
A	12 028	934	12 963
BBB/Baa	10 868	471	11 339
BB/Ba	1 178	13	1 191
B	676	0	676
Lavere	0	0	0
Ingen vurdering	1 173	174	1 347
Sum	36 466	6 326	42 972

* Høyeste rating fra S&P, Moody's, Fitch og ratingindikasjon fra norske meglerhus (DnBNOR Markets, First Securities, Nordea Markets og Pareto). Det er hhv. 53,4 prosent av den norske obligasjonsporteføljen som har rating fra et av de internasjonale ratingbyråene og 97,3 prosent for den nordiske obligasjonsporteføljen.

Karakterskalaene går fra AAA (Aaa) til D, hvor AAA er best og D er konkurs. Karakter på BBB eller bedre anses å være "investment grade". I den norske obligasjonsporteføljen er det lån utstedt av i alt 24 låntagere som ikke har "investment grade". Det tilsvarende antallet i den nordiske obligasjonsporteføljen er 2.

Alle rentebærende verdipapirer som inngår i fondets referanseportefølje, har en karakter fra minst S&P, Moody's eller Fitch på BBB eller bedre.

Motpartsrisiko oppstår ved handel i ikke-børsnoterte derivater, valutakontrakter og gjenkjøpsavtaler, i tillegg til at usikrede bankinnskudd også blir definert som motpartsrisiko. Motpartsrisiko oppstår også overfor depotbank og overfor oppgjørssystemer. Folketrygdfondets styre har fastsatt egne retningslinjer for motpartseksponering, herunder rammer. I utfyllende retningslinjer til forvaltningen av Statens pensjonsfond Norge, har Finansdepartementet satt som krav at motparter skal ha en kredittrating på minst A- fra S&P, Moody's eller Fitch. Norske motparter som mangler internasjonal rating, kan likevel benyttes, men i slike tilfeller må Folketrygdfondet internt dokumentere et tilsvarende ratingnivå. Per 31.12.09 hadde alle Folketrygdfondets motparter som var brukt i forvaltningen av Statens pensjonsfond Norge en tilfredsstillende rating fra minst et av de internasjonale byråene.

Folketrygdfondet vektlegger å redusere motpartseksponeringen gjennom sikkerhetsstillelse som er nærmere omtalt i note 18b. Motpartseksponeringen er nærmere omtalt i note 8 for bankinnskudd, i note 16 for ikke-børsnoterte derivater og i note 18a for gjenkjøpsavtaler. I balansen er virkelig verdi brukt for motpartsforretninger. I rammeutnyttelsen legges det til et påslag avhengig av risikoegenskaper ved instrumentet, mens stilt sikkerhet fratrekkes.

NOTE 14 – STATENS PENSJONSFOND NORGES KAPITAL

Beløp i millioner kroner

Statens pensjonsfond Norges kapital per 31.12.08	87 751
Resultat 2009	29 319
Statens pensjonsfond Norges kapital per 31.12.09	117 070

NOTE 15 – FORDRINGER OG ANNEN GJELD

Beløp i millioner kroner

	2009	2008
Uoppgjorte verdipapirhandler	600	177
Refunderbar skatt	1	6
Diverse fordringer	5	1
Sum fordringer	606	184
Utlån obligasjoner (Repo)	1 106	2 005
Uoppgjorte verdipapirhandler	616	
Diverse gjeld	39	9
Sum annen gjeld	1 761	2 014

NOTE 16 – FINANSIELLE DERIVAT

Beløp i millioner kroner

Porteføljekområdene i 2009:	Virkelig verdi			Balanseført netto
	Eiendel	Gjeld	Sum	
Valutahandler med motpart, fordring	231			
Valutahandler med motpart, gjeld		0		
Sum valutahandler	231	0	231	
Rentebytteavtaler med motpart, fordring	273			
Rentebytteavtaler med motpart, gjeld		-22		
Sum rentebytteavtaler	273	-22	252	
Sum finansielle derivat under ISDA, fordring	504	0		504
Sum finansielle derivat under ISDA, gjeld	0	-22		-22
Sum balanseført				482

Valutahandler

Det er i 2009 benyttet valutawapper og valutaterminer (i tillegg til rene spothandler) i valutastyringen av Statens pensjonsfond Norge. En valutawap er en gjensidig bindende avtale mellom to parter om bytte av valuta for en fast periode til en avtalt vekslingskurs. Ved en valutatermin inngås en avtale om å kjøpe (selge) en valuta frem i tid til avtalt vekslingskurs.

Utestående valutawapper og -terminer per 31.12.09	Nominell sikring mot NOK	Markedsverdi, NOK
USD/NOK	1 421	6
EUR/NOK	12 787	223
GBP/NOK	35	0
GBP/USD		0
GBP/EUR		0
GBP/DKK		0
EUR/DKK		0
EUR/SEK		3
USD/DKK		0
SEK/DKK		0
Sum	14 243	231

Rentebytteavtaler

Det er i 2009 benyttet rentebytteavtaler i styringen av renterisikoen til Statens pensjonsfond Norge. Ved en renteswap inngår man en avtale om å betale (motta) en flytende rente og motta (betale) en fast rente for en gitt periode.

Løpetidsintervaller for renteswapper per 31.12.09

	Nominell verdi, NOK*						
	0-2 år	2-4 år	4-6 år	7-10 år	10-15 år	15-30 år	
NOK	0	2 250	250	130	520	0	3 150
EUR	3 333	2 988	1 194	626	110	0	8 250
USD	2 179	1 289	1 803	899	0	431	6 601
GBP	1 301	345	0	261	0	332	2 239

* Basert på valutakurs 31.12.2009

ISDA og netting

Folketrygdfondet er den juridiske motpart overfor banker når bl.a. valutahandler og rentebytteavtaler som brukes i forvaltningen av Statens pensjonsfond Norge og Statens obligasjonsfond inngås. Folketrygdfondet har inngått ISDA-avtaler med alle motparter det er inngått valutahandler og rentebytteavtaler med. Et sentralt element ved ISDA er at det avtales netting. Netting innebærer bl.a. at det er netto utestående mellom Folketrygdfondet og aktuell motpart som representerer det mellomværende som ved konkurs hos en av partene blir gjenstand for bobehandling. I balansen til Statens pensjonsfond Norge er nettosummen for virkelig verdi vist avhengig av om nettosummen mot aktuell motpart, for de forretninger som er inngått i forvaltningen av Statens pensjonsfond Norge, er positiv eller negativ. Balanseføringen for Statens pensjonsfond Norge er gjort uavhengig av fortegnet på nettoposisjon for Statens pensjonsfond Norge og Statens obligasjonsfond samlet mot aktuell motpart. Balanseføringen er således gjennomført for å vise status dersom Statens pensjonsfond Norge var en egen juridisk enhet.

Det er inngått tilleggskontrakter til ISDA (Credit Support Annex) som innebærer sikkerhetsstillelse, det vises til note 18 b for mer informasjon.

NOTE 17 – FORVALTNINGSKOSTNADER

I forvaltningsavtalen mellom Folketrygdfondet og Finansdepartementet er det avtalt at de utgifter Folketrygdfondet har ved forvaltningen av Statens pensjonsfond Norge skal dekkes av Statens pensjonsfond Norge. For mer spesifisert oversikt over kostnadene vises til Folketrygdfondets regnskap med noter.

NOTE 18 – GJENKJØPSAVTALER, SIKKERHETSSTILLELSE OG UTLÅN AV VERDIPAPIRER

18 a Gjenkjøpsavtaler (Repo)

Folketrygdfondet gjennomfører gjenkjøpsavtaler som ledd i likviditetsstyringen og for å skape merverdier for Statens pensjonsfond Norge. Gjenkjøpsavtaler inngått i 2009 har vært gjennomført med norske statsobligasjoner.

Kortsiktig innlån

Beløp i millioner kroner	2009	2008
Innlån knyttet til gjenkjøpsavtaler	1 106	2 005

18 b Sikkerhetsstillelse ikke børsnoterte derivater

For å minimere motpartsrisikoen for ikke børsnoterte derivater har Folketrygdfondet inngått tilleggssavtale til alle ISDA-avtaler (Credit Support Annex) som innebærer at det skal stilles sikkerhet. Det er inngått avtale om at sikkerhet skal stilles separat for hhv. Statens pensjonsfond Norge og Statens obligasjonsfond, men at slik sikkerhet ved konkurs skal motregnes nettoverdien av inngåtte forretninger mellom Folketrygdfondet og aktuell motpart.

Folketrygdfondet har inngått avtale som innebærer at arbeid knyttet til innkreving og oppfølging av sikkerhet av denne er utkontraktert til J.P. Morgan.

Det er i avtalene stilt krav til hvilke typer sikkerheter som godtas og det er avtalt daglig avregning av behovet for sikkerhet. Terskelverdien for innhenting av sikkerhet er satt til under 1 million euro for Folketrygdfondets motparter. For de forretninger Folketrygdfondet inngår på vegne av hhv. Statens pensjonsfond Norge og Statens obligasjonsfond er det avtalt en betydelig høyere terskelverdi for Folketrygdfondet. For motparter hvor det i balansen til Statens pensjonsfond Norge er ført en gjeldspost, har den høye terskelverdien for Folketrygdfondet medført at Folketrygdfondet ikke stilte sikkerhet per 31.12.09.

Mottatt kontantsikkerhet er balanseført fordi Folketrygdfondet har tilgang til denne sikkerheten på konto og har avtalt å kompensere motparten som stiller sikkerheten med en rentekompensasjon. Kontantsikkerhet er stilt i euro og er videreplassert i euro. Videreplasseringen inngår i balansen i linjen for bankinskudd.

Ingen av motpartene hadde per 31.12.09 valgt å stille verdipapirer som sikkerhet.

Mottatt sikkerhet knyttet til ikke børsnoterte derivater

Beløp i millioner kroner	2009
Mottatt kontantsikkerhet knyttet til ikke børsnoterte derivater	448
Mottatte verdipapirer som sikkerhet	0
Mottatt sikkerhet	448

Kontantsikkerhet på 448 mill. kroner er mindre enn balanseført fordring for forretninger under ISDA som i note 16 er oppgitt til 505 mill. kroner. Det foretas daglig verdivurdering av kontraktene det skal stilles sikkerhet for, og det blir dagen etter verdivurdering krevd inn tilleggssikkerhet dersom det er behov for det. Slik tilleggssikkerhet vil bli innbetalt påfølgende dag. Etter årsskiftet ble det innkrevd tilleggssikkerhet på grunnlag av verdivurderingen ved årsskiftet. Tilsvarende forskjellen mellom note 16 og mottatt kontantsikkerhet vist i denne note.

18 c Utlån av verdipapirer

Folketrygdfondet har i 2009 ikke lånt ut verdipapirer. I 2000-2008 lånte Folketrygdfondet ut aksjer, men denne aktiviteten ble stoppet i 2008 som et tiltak for å redusere motpartsrisikoen. Det har i 2009 blitt arbeidet med å etablere interne rutiner knyttet til utlån, sikkerhetsstillelse og kontroll. Arbeidet med den daglige oppfølgingen av sikkerhetsstillelse vil bli utkontraktert.



Statsautoriserte revisorer
Ernst & Young AS

Christian Frederiks pl. 6, NO-0154 Oslo
Oslo Atrium, P.O.Box 20, NO-0051 Oslo

Foretaksregisteret: NO 976 389 387 MVA
Tlf.: +47 24 00 24 00
Fax: +47 24 00 24 01
www.ey.no

Medlemmer av Den norske Revisorforening

Til
Finansdepartementet

Revisjonsberetning for 2009

Vi har revidert årsregnskapet for Statens pensjonsfond - Norge for regnskapsåret 2009, som viser et overskudd på kr 29 319 000 000. Vi har også revidert opplysningene i Folketrygdfondets årsberetning om Statens pensjonsfond – Norges årsregnskapet og forutsetningen om fortsatt drift. Årsregnskapet består av resultatregnskap, balanse og noteopplysninger. Regnskapslovens regler og god regnskapsskikk i Norge er anvendt ved utarbeidelsen av regnskapet. Årsregnskapet og årsberetningen er avgitt av Folketrygdfondets styre og administrerende direktør. Vår oppgave er å uttale oss om årsregnskapet og øvrige forhold i henhold til revisorlovens krav.

Vi har utført revisjonen i samsvar med lov, forskrift og god revisjonsskikk i Norge, herunder revisjonsstandarder vedtatt av Den norske Revisorforening. Revisjonsstandardene krever at vi planlegger og utfører revisjonen for å oppnå betryggende sikkerhet for at årsregnskapet ikke inneholder vesentlig feilinformasjon. Revisjon omfatter kontroll av utvalgte deler av materialet som underbygger informasjonen i årsregnskapet, vurdering av de benyttede regnskapsprinsipper og vesentlige regnskapsestimater, samt vurdering av innholdet i og presentasjonen av årsregnskapet. I den grad det følger av god revisjonsskikk, omfatter revisjon også en gjennomgåelse av Folketrygdfondets regnskaps- og interne kontrollsystemer. Vi mener at vår revisjon gir et forsvarlig grunnlag for vår uttalelse.

Vi mener at

- årsregnskapet er avgitt i samsvar med lov og forskrifter og gir et rettviseende bilde av Statens pensjonsfondet – Norges økonomiske stilling 31. desember 2009 og av resultatet i regnskapsåret i overensstemmelse med god regnskapsskikk i Norge
- ledelsen har oppfylt sin plikt til å sørge for ordentlig og oversiktlig registrering og dokumentasjon av regnskapsopplysninger i samsvar med lov og god bokføringsskikk i Norge
- opplysningene i årsberetningen om årsregnskapet og forutsetningen om fortsatt drift er konsistente med årsregnskapet og er i samsvar med lov og forskrifter.

Oslo, 11. mars 2010
ERNST & YOUNG AS

Eirik Tandrevold
statsautorisert revisor

RESULTATREGNSKAP, STATENS OBLIGASJONSFOND

<i>Beløp i millioner kroner</i>	<i>Noter</i>	<i>2009</i>
PORTEFØLJEINNEKTER OG PORTEFØLJEKOSTNADER		
Renteinntekter	3	244
Gevinst/tap	4	
Renter		0
Valutasikringsinstrumenter		6
Netto endring i urealiserte kursgevinster/kurstap	5	
Renter		273
Valutasikringsinstrumenter		17
Andre porteføljeinntekter	6	75
Porteføljerisultat		615
FORVALTNINGSKOSTNADER		
Forvaltningskostnader	15	-8
Forvaltningsresultat		-8
Årsresultat Statens obligasjonsfond		607

BALANSE, STATENS OBLIGASJONSFOND

Balanse per 31.12

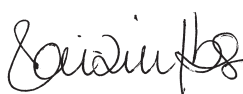
Beløp i millioner kroner

	Noter	2009
PLASSERINGER		
Verdipapirer	1, 2, 7, 9, 10, 11	
Obligasjoner og sertifikater	8	8 199
Valutasikringsinstrumenter	14	17
Fordringer	13	0
Bankinnskudd	7	42 417
Sum plasseringer		50 633
STATENS KAPITALINNSKUDD		
Statens kapitalinnskudd	12	50 607
GJELD		
Skyldig mottatt kontantsikkerhet	16	10
Valutasikringsinstrumenter	14	
Annen gjeld	13	16
Sum statens kapitalinnskudd og gjeld		50 633

Oslo, 11. mars 2010



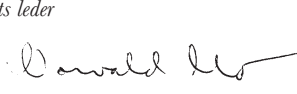
Erik Keiserud
styrets leder




Mai-Lill Ibsen
styrets nestleder



Harald Ellefsen



Norvald Mo



Ingvild Myhre



Synnøve Nymo



Linda Orvedal



Reidar Viken



Tor Mikkell Wara



Olaug Svarva
adm. direktør

NOTER TIL REGNSKAPET, STATENS OBLIGASJONSFOND

NOTE 1 – REGNSKAPSPRINSIPPER FOR STATENS OBLIGASJONSFOND (SOF)

Generelt

Statens obligasjonsfond er underlagt lov 6. mars 2009 nr. 13 om Statens obligasjonsfond og lov 29. juni 2007 nr. 44 om Folketrygdfondet. Statens obligasjonsfonds regnskap er ikke direkte underlagt regnskapsloven, men skal i henhold til Retningslinjer for forvaltningen av Statens obligasjonsfond avlegges etter de samme prinsipper som Folketrygdfondet. Ettersom Folketrygdfondets regnskap skal avlegges i samsvar med regnskapsloven er regnskapet til Statens obligasjonsfond avlagt i samsvar med de regnskapsprinsipper og vurderingsregler som følger av regnskapsloven med tilhørende forskrifter og god regnskapskikk i Norge.

Fondets regnskap er utarbeidet i samsvar med den oppstillingsplan som følger av forskrift om årsregnskap for verdipapirfond, og forskrift 10. november 2008 nr. 1264 om årsregnskap m.m. for Folketrygdfondet inkludert Statens pensjonsfond Norge.

Finansielle instrumenter

Alle finansielle instrumenter, som omfatter bl.a. obligasjoner, sertifikater og derivater, vurderes til virkelig verdi. Verdiendringer føres over resultatet.

I forskrift 18. mars 2009 nr. 327 om forvaltningen av Statens obligasjonsfond er det nærmere spesifisert hvilket investeringsunivers det kan plasseres i og i henhold til hvilken fordeling.

Fastsettelse av virkelig verdi

Renteplasseringer vurderes til kurs mottatt fra indeksleverandør. For plasseringer hvor slik kurs ikke foreligger brukes annen tilgjengelig kurs eller kurs basert på swaprenter og kredittpåslag. Ved årsslutt benyttes ligningsverdi på årsavslutningsdato for norske renteplasseringer, da denne antas å best representere virkelig verdi. Renter på fremmedkapitalplasseringer inntektsføres etter hvert som de påløper.

Finansielle derivater benyttes til styring av verdipapirporteføljenes risikoeksponering. Dersom noterte markedspriser ikke er tilgjengelige, beregnes virkelig verdi på grunnlag av anerkjente, matematiske modeller.

Valuta

Balanseposter omregnes til gjeldende valutakurs på balansedagen, mens resultatposter omregnes etter valutakurser på transaksjonstidspunktet.

Tilordning av anskaffelseskost og behandling av transaksjonskostnader

Ved salg av verdipapirer beregnes gevinst som salgssum fratrukket kurtasje og gjennomsnittlig kostpris på det solgte verdipapir. Kurtasje til megler ved anskaffelse av verdipapirer er inkludert i verdipapirenes kostpris.

Utlån av verdipapirer

Ved utlån av verdipapirer foretas en konkret vurdering av hvorvidt all vesentlig risiko er gått over på motpart slik at fraregning skal skje. Normalt forplikter innlåner å kompensere Folketrygdfondet for ulike hendelser tilknyttet verdipapirene, som utbytte, tegningsrettigheter med mer, og i slike tilfeller fraregnes ikke utlånte verdipapirer.

Gjenkjøpsavtaler (Repo)

Ved gjenkjøpsavtaler vil kriteriene for fraregning av verdipapiret ikke være oppfylt, og verdipapiret tas ikke ut av balansen ved inngåelse av gjenkjøpsavtalen. I avtaleperioden regnskapsføres det etter de ordinære regnskapsregler for verdipapirer. Mottatt innskudd regnskapsføres i avtaleperioden som en eiendel og som en forpliktelse.

Garantiprovisjon

Garantiprovisjon i forbindelse med deltakelse i garantikonsortier inntektsføres i sin helhet ved inngåelse av garantiavtale mot konto for garantistillelse.

Balanseføring av eiendeler og forpliktelser

Eiendeler og forpliktelser balanseføres på det tidspunktet reell kontroll over rettighetene til eiendelene oppnås og reelle forpliktelser påtas. Eiendeler føres ut av balansen på det tidspunktet reell risiko vedrørende eiendelene er overført og kontroll over rettighetene til eiendelene er bortfalt eller utløpt. Forpliktelser fjernes fra balansen når de har opphørt.

Mottatt kontantsikkerhet som ikke er juridisk atskilt fra andre kontanter, balanseføres som eiendel med en tilsvarende motpost som forpliktelse overfor avhenderen av sikkerheten. Mottatt kontantsikkerhet som er juridisk atskilt balanseføres ikke.

Mottatt sikkerhet i form av verdipapirer balanseføres først dersom sikkerheten selges, stilles som sikkerhet overfor andre motparter eller dersom motparten misligholder vilkårene i den underliggende kontrakten.

Sikkerhet stilt overfor motparter føres ut av balansen etter samme prinsipper som mottatt sikkerhet. Dersom mottaker av sikkerhet har rett til å selge sikkerheten eller stille den som sikkerhet på nytt, omklassifiseres eiendelen i balansen som utlånt eiendel atskilt fra andre eiendeler.

Kapital

Statens obligasjonsfonds kapitalinnskudd består av innbetalt kapital samt akkumulert resultat.

Skatt

Statens obligasjonsfond er ikke skattepliktig for sin virksomhet i Norge. Trukket kildeskatt på utbetalt dividende og kupongrente i utenlandske markeder bokføres som reduksjon i aktuell inntekt. Dersom kildeskatten kan kreves tilbakebetalt, vises dette som en fordring fram til tilbakebetaling finner sted.

NOTE 2 – ESTIMATUSIKKERHET

Bruk av estimater ved utarbeidelsen av årsregnskapet

Utarbeidelse av regnskapsrapporteringen for Statens obligasjonsfond innebærer bruk av estimater og vurderinger som påvirker regnskapsførte eiendeler, gjeld, inntekter og kostnader. Estimater og skjønsmessige vurderinger vurderes løpende og er basert på historisk erfaring og forventning til fremtidige hendelser som vurderes sannsynlig på tidspunktet for avleggelsen av regnskapet. Estimaterne er basert på beste skjønn og vil kunne avvike fra endelig utfall.

Statens obligasjonsfond ble etablert og startet opp i mars 2009, samtidig med at kredittspreader (forskjell mellom renten på selskapsobligasjoner og statsobligasjoner) var på sitt høyeste. I løpet av 2009 snudde det negative bildet og kredittspreadene har blitt kraftig redusert og er nå tilbake på om lag samme nivå som fra sommeren 2007. Uroen som rammet finansmarkedene i 2008 og den kraftige gjenhenting i 2009 viser at det er stor usikkerhet knyttet til markedsutviklingen og prisingen av verdipapirer.

Det fremgår av regnskapsprinsippene i note 1 at finansielle instrumenter verdsettes til virkelig verdi. I verdsettelsen har Folketrygdfondet lagt til grunn et verddivurderinghierarki hvor kildene til virkelig verdi er:

1. Omsatt verdi over børs.
2. Verdsettelse på grunnlag av observerbar pris (kjøpskurs) fra eksterne priskilder.
3. Verdsettelse på grunnlag av en eller flere ikke observerbare kilder (modellbasert prising).

Obligasjoner, markedsjustert andel av prisingskilder

Børskurs (verddivurderinghierarki 1)	
Ligningskurs (verddivurderinghierarki 2)	85,9 %
Barclays Capital (verddivurderinghierarki 2)	8,0 %
Bloomberg (verddivurderinghierarki 2)	
Modellbasert prising (verddivurderinghierarki 3)	6,1 %
Totalt	100,0 %

Obligasjoner, prisingskilder fordelt etter antall papirer

Børskurs (verddivurderinghierarki 1)	
Ligningskurs (verddivurderinghierarki 2)	46
Barclays Capital (verddivurderinghierarki 2)	3
Bloomberg (verddivurderinghierarki 2)	
Modellbasert prising (verddivurderinghierarki 3)	4
Totalt	53

I den modellbaserte prisingen er lån priset ved at kontantstrømmer er neddiskontert (det er brukt et estimat for kredittspread over swapkurven). Input fra meglerhus, kjente omsetninger og prising fra andre kilder høyere i verddivurderingshierarkiet er benyttet som grunnlag for estimert kredittspread. Det er lagt vekt på informasjon om prisingen av sammenlignbare utstedere.

Finansdepartementet fastsatte i desember 2010 en referanseportefølje for Statens obligasjonsfond, basert på to obligasjonsindekser levert av Barclays Capital. Referanseporteføljen vil tre i kraft når investert kapital overstiger 20 prosent av fondets midler. Det er i verddivurderingshierarkiet lagt vekt på å følge prisingen fra referanseporteføljeverandøren for verdipapirer som også inngår i porteføljen, selv om referanseporteføljen ikke har tredt i kraft, for å unngå forskjeller i verdsettelse mellom porteføljen og referanseporteføljen. Priser fra Barclays Capital hentes inn direkte fra kilden mens underliggende swapkurver hentes inn fra Bloomberg i et automatisert produksjonsløp.

Valutasikringsinstrumenter

Kontantstrømmer er neddiskontert (swapkurve, salgskurs hentet fra Bloomberg) i de respektive valutaer og verdsatt i NOK til valutakurs (midtkurs) 31.12.09. Valutasikringsinstrumenter er følgelig vurdert til virkelig verdi på grunnlag av observerbare priser fra eksterne kilder (verddivurderingshierarki 2).

NOTE 3 – RENTEINNTEKTER

<i>Beløp i millioner kroner</i>	2009
Renteplasseringer	244
Sum	244

NOTE 4 – GEVINST/TAP

<i>Beløp i millioner kroner</i>	2009
Renter	0
Valutasikringsinstrumenter	6
Sum	6

NOTE 5 – NETTO ENDRING UREALISERTE KURSGEVINSTER/KURSTAP

<i>Beløp i millioner kroner</i>	31.12.09	31.12.08
Markedsverdi portefølje	8 216	0
Historisk kost portefølje	7 924	0
Urealisert kursgevinst/kurstap	292	0

Netto endring urealiserte kursgevinst/kurstap 292

Netto endring urealiserte kursgevinst/kurstap fordeler seg på:

Renter	275
Valutasikringsinstrumenter	17

I tillegg er det urealisert kurstap på bank med 2 mill. kroner. Netto endring av urealiserte kursgevinst/kurstap er endringen av urealisert kursgevinst/kurstap per 31.12.08 og 31.12.09.

NOTE 6 – ANDRE PORTEFØLJEINNTEKTER

<i>Beløp i millioner kroner</i>	2009
Garantiprovisjon	24
Agio/disagio (valutainnskudd bank)	51
Ekstraordinære inntekter	0
Sum andre porteføljeinntekter	75

NOTE 7 – PORTEFØLJEOMRÅDER

Segmentinformasjonen under følger de internt definerte delporteføljene. Oppdelingen følger av forskriftens regulering av aktivklasser og regional fordeling.

Beløp i millioner kroner

<i>Porteføljeområdene i 2009:</i>	<i>Norske renteplasseringer</i>	<i>Sikkerhetsstillelse</i>	<i>Annet</i>	<i>Statens obligasjonsfond</i>
Renteinntekter	244			244
Gevinst/tap	6			6
Netto endring urealiserte kursgevinst/kurstap	290			290
Andre porteføljeinntekter	75			75
Porteføljeresultat	615		0	615
Forvaltningskostnader	0		-8	-8
Forvaltningsresultat	615		-8	607
Årsresultat	615		-8	607

Obligasjoner	8 199			8 199
Valutasikringsinstrumenter	17			17
Fordringer	0			0
Bankinnskudd	42 407	10		42 417
Sum plasseringer	50 623	10	0	50 633

Statens kapitalinnskudd	50 615		-8	50 607
Statens kapitalinnskudd	50 615		-8	50 607

Annen gjeld	8	10	8	26
Sum gjeld	8	10	8	26

Sum statens kapitalinnskudd og gjeld	50 623	10	0	50 633
---	---------------	-----------	----------	---------------

NOTE 8 – OBLIGASJONER OG SERTIFIKATER

Totalt Utstederkategorier

<i>Beløp i millioner kroner</i>	<i>Norsk obligasjonsportefølje</i>
Finans, OMF	542
Finans, ordinære lån	3 610
Industri, ordinære lån	4 047
Sum obligasjoner og sertifikater	8 199

Totalt valuta

NOK	7 362
USD	334
EUR	503
Sum obligasjoner og sertifikater	8 199

NOTE 8 – (FORTSETTER)

Utstedere norsk obligasjonsportefølje

	Markedsverdi i NOK (1 000 kroner)	Andel av delporteføljen
BN Boligkreditt	524 152	6,40 %
KLP Kommunekreditt	550 105	6,71 %
Finans, OMF	1 074 257	13,11 %
Bien Sparebank	17 868	0,22 %
Bolig- og Næringsbanken	338 414	4,13 %
Bolig- og Næringskreditt	100 105	1,22 %
DnBNOR	796 415	9,71 %
Eksportfinans	312 151	3,81 %
Hjelmeland Sparebank	8 426	0,10 %
Klepp Sparebank	106 981	1,30 %
Rygge Vaaler Sparebank	171 320	2,09 %
Sandnes Sparebank	158 763	1,94 %
Sparebank 1 Nord-Norge	99 529	1,21 %
SpareBank 1 SR-Bank	204 023	2,49 %
Sparebanken Narvik	41 213	0,50 %
Sparebanken Sogn og Fjordane	66 714	0,81 %
Storebrand Bank	302 747	3,69 %
Storebrand Livsforsikring	353 504	4,31 %
Finans, ordinære lån	3 078 173	37,53 %
Aker	49 930	0,61 %
Aker Solutions	535 971	6,54 %
Bergenshalvøens Kommunale Kraftselskap	152 821	1,86 %
Blom	70 177	0,86 %
Bonheur	75 675	0,92 %
DOF	205 615	2,51 %
Dof Subsea	133 226	1,62 %
Eitzen Maritime Services	49 820	0,61 %
Energiselskapet Buskerud	60 842	0,74 %
Felleskjøpet Agri	79 046	0,96 %
Havila Shipping	92 550	1,13 %
I.M. Skaugen SE	99 801	1,22 %
Kverneland	149 305	1,82 %
Norske Skogindustrier	226 290	2,76 %
Norwegian Air Shuttle	41 177	0,50 %
Norwegian Energy Company	61 080	0,74 %
Orkla	553 198	6,75 %
Renewable Energy Corporation	104 625	1,28 %
Solstad Offshore	150 761	1,84 %
Statkraft	249 025	3,04 %
Thon Holding	42 324	0,52 %
Wilh. Wilhelmsen	265 552	3,24 %
Yara International	597 645	7,29 %
Industri, ordinære lån	4 046 456	49,36 %
Totalt obligasjonsportefølje	8 198 886	100,00 %

NOTE 9 – RISIKOSTYRING

Risikostyring i Folketrygdfondet

Kapitalen til Statens obligasjonsfond er plassert som et innskudd i Folketrygdfondet. Folketrygdfondet forvalter Statens pensjonsfond Norge og Statens obligasjonsfond. Forvaltningen av Statens obligasjonsfond er regulert gjennom lov, forskrift, utfyllende retningslinjer til forskrift for Statens pensjonsfond Norge og i en forvaltningsavtale mellom Folketrygdfondet og Finansdepartementet.

Risikostyringen i Folketrygdfondet tar utgangspunkt i overordnede målsettinger, rammer og rapporteringskrav satt av Finansdepartementet.

Styret i Folketrygdfondet har vedtatt at Folketrygdfondet skal følge forskrift om risikostyring og internkontroll fastsatt av Finanstilsynet så langt det passer, og at helhetlig risikostyring skal benyttes som en del av arbeidet med å øke Folketrygdfondets evne til å nå sine finansielle, operasjonelle etterlevelsesmål. Som et rammeverk for helhetlig risikostyring har Folketrygdfondet valgt å ta utgangspunkt i COSO 2, et rammeverk som er utarbeidet av The Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission i 2004.

Organisering og fullmaktstruktur

Styret påser at det er betryggende risikostyring og kontrollrutiner i forvaltningen av Statens obligasjonsfond og har fastsatt prinsipper for verdivurdering, avkastningsmåling og måling, styring og kontroll av risiko og selskapets internkontroll.

Fullmakter. Alle fullmakter er personlige. Styret har gitt styrets leder rett til å tegne Folketrygdfondets firma. Administrerende direktør representerer Folketrygdfondet utad i saker som faller innenfor hans eller hennes myndighet og har rett til å tegne Folketrygdfondets firma.

Administrerende direktør kan skriftlig delegere signaturfullmakt til personer som kan forplikte Folketrygdfondet med sin signatur.

Rammer satt av styret skal vurderes ved behov og skal minimum være gjensvar for styrebehandling en gang årlig.

Uavhengige risikostyringsfunksjoner. Roller og ansvar for risikostyringen skal være klart definert i virksomheten. Gjennom organisering av virksomheten er det etablert arbeidsdeling mellom forvalterdelen av organisasjonen og kontrollerende funksjoner.

Oppfølging og anvendelse

Ansvarliggjøring. Alle ledere har ansvar for risikostyring innen sitt ansvars- og myndighetsområde. Risikovurderinger skal være en integrert del av de daglige forretningsprosessene. Risikovurdering omfatter risikostyring og internkontroll for de deler av virksomheten som er utkontraktert.

Risikorapportering. Rammer for markeds-, valutakurs-, kreditt- og motpartsrisiko overvåkes løpende i Folketrygdfondets automatiske overvåkingssystem. Avdelingsvise risikoregister skal oppdateres minimum hvert tertial. Eventuelle tap forårsaket av operasjonell risiko registreres i et hendelsesregister. Rapport om operasjonell risiko fremlegges for styret samtidig med den årlige evalueringen av operasjonell risiko. Eventuelle brudd på rammer satt av Finansdepartementet, styret eller administrerende direktør, rapporteres til styret i henhold til vedtatt rapporteringsplan.

Videre skal administrerende direktør, minst en gang årlig, utarbeide en samlet vurdering av risikosituasjonen som skal forelegges styret til behandling. Dersom det oppstår kontrollsvikt eller risiko som vurderes høyere enn vedtatt risikotoleranse, skal dette umiddelbart rapporteres til styret eller administrerende direktør.

Evaluering av risikostyring og internkontroll. Det utarbeides årlig skriftlige evalueringer av Folketrygdfondets styring av markeds-, valutakurs-, kreditt- og motparts- og operasjonell risiko og Folketrygdfondets internkontrollsystem. Evalueringene er gjenstand for drøftelser med Folketrygdfondets styre.

Anvendelse av risikoinformasjon. Risikoinformasjonen inngår i styringen og oppfølgingen av porteføljene og rapporteres periodisk til Folketrygdfondets ledelse og styre.

Relevante risikomål

For risikostyringsformål skiller Folketrygdfondet mellom følgende risikoformer:

Markedsrisiko er risiko som skyldes den generelle risikoen i de markeder midlene til Statens obligasjonsfond investeres i, og er knyttet til resultatvariasjoner som følge av endringer i markedspriser (kursen). I oppfølgingen og målingen av markedsrisiko opereres det med flere begreper. Absolutt risiko er markedsrisikoen knyttet til de markeder midlene investeres i. Denne risikoen bæres av oppdragsgiver, og Finansdepartementet har definert en referanseportefølje som gir uttrykk for det risikonivået som ønskes. Referanseindeksen trer i kraft når investert beløp i obligasjoner utgjør mer enn 20 prosent av obligasjonsfondets kapital. Relativ risiko er markedsrisiko målt som forskjell i avkastning mellom porteføljen og referanseporteføljen. Finansdepartementet har ikke fastsatt noen ramme for forventet relativ volatilitet.

Kredittrisiko er risiko knyttet til at utstedere av obligasjoner ikke oppfyller sine betalingsforpliktelser. For å begrense tap som følge av kredittrisiko, har Folketrygdfondets styre etablert et rammeverk for å fastsette kredittrammer for obligasjoner i porteføljen til Statens obligasjonsfond. Dette rammeverket bygger på utstedernes rating fra internasjonale ratingbyråer og sammensetningen av lån i den referanseporteføljen som Finansdepartementet har fastsatt. En stor

del av aktuelle norske utstedere har ikke slik rating. I slike tilfeller settes det en intern rating basert på input fra ulike kilder, herunder programvare innkjøpt fra Moody's KMV. I note 8 fremkommer eksponering mot ulike utstedere. I note 11 fremkommer kreditteksponering fordelt etter ratingkategori 31.12.09.

Motpartsrisiko er risiko knyttet til at motparter for derivater, utlån av verdipapirer, bankinnskudd m.v. ikke er istand til å oppfylle sine forpliktelser overfor Folketrygdfondet. For å begrense tap som følge av motpartsrisiko, har Folketrygdfondets styre etablert et rammeverk for å fastsette rammer for eksponering av slik risiko knyttet til forretninger Folketrygdfondet inngår som del av forvaltningen av Statens obligasjonsfond. I note 8 fremkommer motpartseksponeringen per 31.12.09. I note 16 omtales etablert ordning for sikkerhetsstillelse.

Valutakursrisiko er risiko knyttet til endringer i valutakurs. Finansdepartementet har fastsatt at Folketrygdfondet i forvaltningen av Statens obligasjonsfond ikke skal ta eksplisitte valutaposisjoner som del av den aktive forvaltningen. Finansdepartementet har videre fastsatt at Folketrygdfondet gjennom en praktisk tilnærming skal søke å utligne valutakurseksponering når annen eksponering oppstår som følge av utviklingen i porteføljene. Styret til Folketrygdfondet har etablert en ramme for hvor ulik valutaeksponeringen kan være i forhold til referanseporteføljen før denne skal utlignes. Inntil referanseindeksen trer i kraft er det i denne sammenhengen forutsatt at valutasammensetningen for referansen er norske kroner.

Likviditetsrisiko er todelt. Det er risikoen for at Folketrygdfondet ikke kan oppfylle sine betalingsforpliktelser og det er risikoen for at det ikke er mulig å realisere instrumenter når Folketrygdfondet finner det ønskelig å foreta et salg. Risikoen for at Folketrygdfondet ikke kan oppfylle sine forpliktelser styres som en integrert del av likviditetoppfølgingen. Risikoen for at det ikke er mulig å realisere instrumenter når Folketrygdfondet finner det ønskelig som ledd i forvaltningen er spesielt stor som følge av Folketrygdfondets størrelse i markedene. I den operative forvaltningen inngår derfor likviditetshensyn som et av flere kriterier ved vurdering av hvilke porteføljevalg som foretas.

Operasjonell risiko defineres som risikoen for tap som følge av utilstrekkelige eller sviktende interne prosesser eller systemer, menneskelige feil, eller eksterne hendelser, herunder juridisk risiko. Operasjonell risiko skal være identifisert, dokumentert og skal kunne måles og kontrolleres før ny virksomhet (som for eksempel plassering i nye instrumenter, aktivklasser, motparter, eksterne tjenesteytere, IT-systemer mv.) igangsettes.

Styret i Folketrygdfondet har etablert et rammeverk for måling og styring av operasjonell risiko, og det er en målsetting at den operasjonelle risikoen skal holdes på et så lavt nivå som mulig. Dersom risikovurderingene eller registrerte hendelser viser behov for forbedringstiltak, blir disse fulgt opp og ved hjelp av korrigerende tiltak søker man å redusere risikoen til et akseptabelt nivå.

NOTE 10 – MARKEDSRISIKO

Markedsrisikoen i fondet bestemmes av utviklingen i det norske obligasjonsmarkedet og porteføljens sammensetning. Fondets risiko måles i absolutt forstand. Det vil si at fondets risiko ikke ses i sammenheng med en referanseindeks, men evalueres på selvstendig basis. Oppdragsgiver har fastsatt en referanseindeks som trer i kraft når investert beløp i obligasjoner overstiger 20 prosent av obligasjonsfondets kapital.

Fondets risiko estimeres med basis i volatiliteten i den faktiske porteføljen. Absolutt historisk volatilitet er beregnet som standardavviket til tidsserien for avkastning i perioden. De beregnede standardavvikene er annualisert.

Volatilitet Statens obligasjonsfond per 31.12.09

Historisk	0,26 prosent
Forventet; total	0,34 prosent
Forventet; investert kapital	2,08 prosent

Historisk volatilitet tar utgangspunkt i månedlige observasjoner.

Forventede volatiliteter er beregnet med hjelp av systemet RiskManager3 fra RiskMetrics. Det er benyttet parametrisk metode med siste fem års månedlige observasjoner som grunnlag for risikoparametrene. Disse er sammenvektet med en nedvektingsfaktor på 0,97.

Forventet volatilitet gir uttrykk for hvordan avkastningen frem i tid antas å variere basert på porteføljens sammensetning per 31.12.2009. Til forskjell fra forventet volatilitet gir historisk volatilitet uttrykk for hvordan den faktiske avkastningen har variert i perioden frem til 31.12.09.

En forventet volatilitet på 0,34 prosent for Statens obligasjonsfond ved utgangen av 2009 innebærer, under gitte forutsetninger, at avkastningen til porteføljen med den sammensetning porteføljen hadde 31.12.09, forventes å variere med mindre enn 0,34 prosent i 2 av 3 år. I 1 av 3 år forventes avkastning å variere med mer enn 0,34 prosent.

NOTE 11 – KREDITTEKSPONERING OG MOTPARTSEKSPONERING

I fondet oppstår kredittisiko dels som følge av Finansdepartementets oppdrag om å investere i kredittobligasjoner og dels gjennom de valg Folketrygdfondet foretar.

Obligasjonsporteføljen fordelt etter ratingkategorier*

Beløp i millioner kroner	Statens obligasjonsfond
AAA/Aaa	0
AA/Aa	1 108
A	1 422
BBB/Baa	2 707
BB/Ba	1 031
B	757
Lavere	0
Ingen vurdering	1 174
Sum	8 199

* Høyeste rating fra S&P, Moody's, Fitch og ratingindikasjon fra norske meglerhus (DnBNOR Markets, First Securities, Nordea Markets og Pareto). Det er 44,7 prosent av obligasjonsporteføljen som har rating fra et av de internasjonale ratingbyråene.

Karakterskalaene går fra AAA (Aaa) til D, hvor AAA er best og D er konkurs. Karakter på BBB eller bedre anses å være "investment grade". I obligasjonsporteføljen er det lån utstedt av i alt 19 låntagere som ikke har "investment grade".

I forvaltningen har Folketrygdfondets styre etablert et rammeverk som baserer seg på rating for utsteder, ved at bedre rating gir høyere ramme. I rammeverket gir ulik grad av samme karakter også ulik ramme (dvs BB+ gir høyere ramme enn BB som igjen gir høyere ramme enn BB-). I dette rammeverket inngår i tillegg til de eksterne kildene for rating også Folketrygdfondets interne modeller for kreditt-rating. Det innebærer at alle utstedere i det interne rammeverket har rating. Rating fra de internasjonale ratingbyråene (S&P, Moody's og Fitch) har i det interne rammeverket prioritet. Ved ulik rating fra byråene brukes midtre rating når alle tre byråene har ratet utsteder og laveste dersom to av byråene har ratet utsteder. For lån uten rating fra ett av de tre internasjonale byråene brukes intern rating, men denne kan ikke være mer enn en grad bedre enn ratingindikasjon fra norsk meglerhus (dvs om norsk meglerhus har indikert BB, kan ikke intern rating være høyere enn BB+). De interne modellene gir gjennomgående lik eller lavere kreditt-rating enn norske meglerhus.

Motpartsrisiko oppstår ved handel i ikke-børsnoterte derivater, valutakontrakter og gjenkjøpsavtaler, i tillegg til at usikrede bankinnskudd også blir definert som motpartsrisiko. Motpartsrisiko oppstår også overfor depotbank og overfor oppgjørssystemer. Folketrygdfondets styre har fastsatt egne retningslinjer for motpartseksponering, herunder rammer. I utfyllende retningslinjer til forvaltningen av Statens obligasjonsfond, har Finansdepartementet satt som krav at motparter skal ha en kreditt-rating på minst A- fra S&P, Moody's eller Fitch. Norske motparter som mangler internasjonal rating, kan likevel benyttes, men i slike tilfeller må Folketrygdfondet internt dokumentere et tilsvarende ratingnivå. Per 31.12.09 hadde alle Folketrygdfondets motparter som var brukt i forvaltningen av Statens obligasjonsfond en tilfredsstillende rating fra minst et av de internasjonale byråene.

Folketrygdfondet vektlegger å redusere motpartseksponeringen gjennom sikkerhetsstillelse som er nærmere omtalt i note 16. Motpartseksponeringen er nærmere omtalt i note 7 for bankinnskudd og i note 14 for ikke-børsnoterte derivater. I balansen er virkelig verdi brukt for motpartsforretninger. I rammeutnyttelsen legges det til et påslag avhengig av risikoegenskaper ved instrumentet, mens stilt sikkerhet fratrekkes.

NOTE 12 – KAPITAL

Beløp i millioner kroner

Statens obligasjonsfonds kapital per 31.12.08	0
Tilført kapital 2009	50 000
Resultat 2009	607
Statens obligasjonsfonds kapital per 31.12.09	50 607

Resultatet for 2009 er i sin helhet ført mot kapitalen til Statens obligasjonsfond.

NOTE 13 – FORDRINGER OG ANNEN GJELD

Beløp i millioner kroner

Uoppgjorte verdipapirhandler	0
Diverse fordringer	0
Sum fordringer	0
Uoppgjorte verdipapirhandler	8
Diverse gjeld (Folketrygdfondet etc.)	8
Sum annen gjeld	16

NOTE 14 – FINANSIELLE DERIVAT

Beløp i millioner kroner

Porteføljekområdene i 2009:	Virkelig verdi		
	Eiendel	Gjeld	Sum Balanseført netto
Valutahandler med motpart, fordring	17		
Valutahandler med motpart, gjeld			
Sum valutahandler	17	0	17
Rentebytteavtaler med motpart, fordring			
Rentebytteavtaler med motpart, gjeld			
Sum rentebytteavtaler	0	0	0
Sum finansielle derivat under ISDA, fordring	17		17
Sum finansielle derivat under ISDA, gjeld	0	0	0
Sum balanseført			17

Valutahandler

Det er i 2009 benyttet valutaswapper og valutaterminer (i tillegg til rene spothandler) i valutastyringen av Statens obligasjonsfond. En valutaswap er en gjensidig bindende avtale mellom to parter om bytte av valuta for en fast periode til en avtalt vekslingskurs. Ved en valutatermin inngås en avtale om å kjøpe (selge) en valuta frem i tid til avtalt vekslingskurs.

Utestående valutaswapper og -terminer per 31.12.09	Nominell	Markeds-
	sikring mot	verdi,
	NOK	NOK
USD/NOK	1 012	16
EUR/NOK	665	1
Sum	1 677	17

Rentebytteavtaler

Det er i 2009 ikke benyttet rentebytteavtaler i styringen av renterisikoen til Statens obligasjonsfond. Ved en renteswap inngår en avtale om å betale (motta) en flytende rente og motta (betale) en fast rente for en gitt periode.

ISDA og netting

Folketrygdfondet er den juridiske motpart overfor banker når bl.a. valutahandler og rentebytteavtaler som brukes i forvaltningen av Statens obligasjonsfond inngås. Folketrygdfondet har inngått ISDA-avtaler med alle motparter det er

inngått valutahandler og rentebytteavtaler med. Et sentralt element ved ISDA er at det avtales netting. Netting innebærer bl.a. at det er netto utestående mellom Folketrygdfondet og aktuell motpart som representerer det mellomværende som ved konkurs hos en av partene blir gjenstand for bobehandling. I balansen til Statens obligasjonsfond er nettosummen for virkelig verdi vist avhengig av om nettosummen mot aktuell motpart, for de forretninger som er inngått i forvaltningen av Statens obligasjonsfond, er positiv eller negativ. Balanseføringen for Statens obligasjonsfond er gjort uavhengig av fortegnet på nettoposisjon for Statens pensjonsfond Norge og Statens obligasjonsfond samlet mot aktuell motpart. Balanseføringen er således gjennomført for å vise status dersom Statens pensjonsfond Norge var en egen juridisk enhet.

Det er inngått tilleggskontrakter til ISDA (Credit Support Annex) som innebærer sikkerhetsstillelse, det vises til note 16 for mer informasjon.

NOTE 15 – FORVALTNINGSKOSTNADER

I forvaltningsavtalen mellom Folketrygdfondet og Finansdepartementet er det avtalt at de utgifter Folketrygdfondet har ved forvaltningen av Statens obligasjonsfond skal dekkes av Obligasjonsfondet. For mer spesifisert oversikt over kostnadene se Folketrygdfondets regnskap med noter.

NOTE 16 – SIKKERHETSSTILLELSE

For å minimere motpartsrisikoen for ikke-børsnoterte derivater har Folketrygdfondet inngått tilleggssavtale til alle ISDA-avtaler (Credit Support Annex) som innebærer at det skal stilles sikkerhet. Det er inngått avtale om at sikkerhet skal stilles separat for hhv. Statens pensjonsfond Norge og Statens obligasjonsfond, men at slik sikkerhet ved konkurs skal motregnes nettoverdien av inngåtte forretninger mellom Folketrygdfondet og aktuell motpart.

Folketrygdfondet har inngått avtale som innebærer at arbeid knyttet til innkreving og oppfølging av sikkerhet av denne er utkontraktuert til J.P. Morgan.

Det er i avtalene stilt krav til hvilke typer sikkerheter som godtas og det er avtalt daglig avregning av behovet for sikkerhet. Terskelverdien for innhenting av sikkerhet er satt til under 1 million euro for Folketrygdfondets motparter. For de forretninger Folketrygdfondet inngår på vegne av Statens obligasjonsfond er det avtalt en betydelig høyere terskelverdi for Folketrygdfondet. For motparter hvor det i balansen til Statens obligasjonsfond er ført en gjeldspost, har den høye terskelverdien for Folketrygdfondet medført at Folketrygdfondet ikke stilte sikkerhet per 31.12.09.

Mottatt kontantsikkerhet er balanseført fordi Folketrygdfondet har tilgang til denne sikkerheten på konto og har avtalt å kompensere motparten som stiller sikkerheten med en rentekompensasjon. Kontantsikkerhet er stilt i euro og er videreplassert i euro. Videreplasseringen inngår i balansen i linjen for bankinnskudd.

Ingen av motpartene hadde per 31.12.09 valgt å stille verdipapirer som sikkerhet.

Mottatt sikkerhet knyttet til ikke børsnoterte derivater

Beløp i millioner kroner	2009
Mottatt kontantsikkerhet knyttet til ikke børsnoterte derivater	10
Mottatte verdipapirer som sikkerhet	0
Mottatt kontantsikkerhet	10

Det foretas daglig verddivurdering av kontraktene det skal stilles sikkerhet for, og det blir dagen etter verddivurdering krevd inn tilleggssikkerhet dersom det er behov for det. Slik tilleggssikkerhet vil bli innbetalt påfølgende dag.



Statsautoriserte revisorer
Ernst & Young AS

Christian Frederiks pl. 6, NO-0154 Oslo
Oslo Atrium, P.O.Box 20, NO-0051 Oslo

Foretaksregisteret: NO 976 389 387 MVA

Tlf.: +47 24 00 24 00

Fax: +47 24 00 24 01

www.ey.no

Medlemmer av Den norske Revisorforening

Til
Finansdepartementet

Revisjonsberetning for 2009

Vi har revidert årsregnskapet for Statens Obligasjonsfond for regnskapsåret 2009, som viser et overskudd på kr 607 000 000. Vi har også revidert opplysningene i Folketrygdfondets årsberetning om Statens Obligasjonsfonds årsregnskapet og forutsetningen om fortsatt drift. Årsregnskapet består av resultatregnskap, balanse og noteopplysninger. Regnskapslovens regler og god regnskapsskikk i Norge er anvendt ved utarbeidelsen av regnskapet. Årsregnskapet og årsberetningen er avgitt av Folketrygdfondets styre og administrerende direktør. Vår oppgave er å uttale oss om årsregnskapet og øvrige forhold i henhold til revisorlovens krav.

Vi har utført revisjonen i samsvar med lov, forskrift og god revisjonsskikk i Norge, herunder revisjonsstandarder vedtatt av Den norske Revisorforening. Revisjonsstandardene krever at vi planlegger og utfører revisjonen for å oppnå betryggende sikkerhet for at årsregnskapet ikke inneholder vesentlig feilinformasjon. Revisjon omfatter kontroll av utvalgte deler av materialet som underbygger informasjonen i årsregnskapet, vurdering av de benyttede regnskapsprinsipper og vesentlige regnskapsestimater, samt vurdering av innholdet i og presentasjonen av årsregnskapet. I den grad det følger av god revisjonsskikk, omfatter revisjon også en gjennomgåelse av Folketrygdfondets regnskaps- og interne kontrollsystemer. Vi mener at vår revisjon gir et forsvarlig grunnlag for vår uttalelse.

Vi mener at

- årsregnskapet er avgitt i samsvar med lov og forskrifter og gir et rettviseende bilde av Statens Obligasjonsfonds økonomiske stilling 31. desember 2009 og av resultatet i regnskapsåret i overensstemmelse med god regnskapsskikk i Norge
- ledelsen har oppfylt sin plikt til å sørge for ordentlig og oversiktlig registrering og dokumentasjon av regnskapsopplysninger i samsvar med lov og god bokføringsskikk i Norge
- opplysningene i årsberetningen om årsregnskapet og forutsetningen om fortsatt drift er konsistente med årsregnskapet og er i samsvar med lov og forskrifter.

Oslo, 11. mars 2010
ERNST & YOUNG AS

Eirik Tandrevold
statsautorisert revisor

Statens pensjonsfond Norge, som inngår i Statens pensjonsfond, skal understøtte statlig sparing for finansiering av folketrygdens pensjonsutgifter.

Statens obligasjonsfond skal bidra til økt likviditet i, og kapitaltilgang til, det norske kredittobligasjonsmarkedet.



Folketrygdfondet

Haakon VIIs gate 2
Pb.1845 Vika, 0123 Oslo
Tlf: 23 11 72 00
Faks: 23 11 72 10
e-post: folketrygdfondet@ftf.no