



2010

1.kv.

STATENS PENSJONSFOND UTLAND **FØRSTE KVARTAL 2010**

NBIM

Norges Bank Investment Management

Hovedpunkter 1. kvartal 2010

- Kursoppgang i de internasjonale aksje- og rentemarkedene ga Statens pensjonsfond utland en avkastning på 3,9 prosent i første kvartal, målt i internasjonal valuta. Resultatet var 0,4 prosentpoeng høyere enn avkastningen i fondets referanseportefølje.
- Aksjeinvesteringene fikk en avkastning på 4,9 prosent, mens renteinvesteringene fikk en avkastning på 2,1 prosent.
- Markedsverdien av fondet steg med 123 milliarder kroner til 2 763 milliarder kroner.
- Fondet ble tilført 19 milliarder kroner i nye midler, det laveste nivået siden fjerde kvartal 2003.
- Fondet hadde 62,6 prosent av sine investeringer i aksjer og 37,4 prosent av investeringene i rentepapirer ved utgangen av første kvartal.
- Norges Bank fikk 1. mars et mandat til å investere inntil 5 prosent av fondet i eiendom, ved å redusere renteinvesteringene tilsvarende.

Innhold

Fondet	Laveste tilførsler på mer enn seks år	2
Forvaltningen	Sterkt bidrag fra renteforvaltningen	6
	Meravkastning	8
	Markedsrisiko	10
	Eierskapsutøvelsen	11
Regnskapet	Regnskapsrapportering	12
	Noter til regnskapsrapportering	14

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

Fondet

Laveste tilførsler på mer enn seks år



Markedsverdien av Statens pensjonsfond utland steg med 123 milliarder kroner til 2 763 milliarder kroner i første kvartal. Det ble tilført nye midler for 19 milliarder kroner, det laveste nivået siden 2003.

Fondet hadde 62,6 prosent av sine investeringer i aksjer ved utgangen av første kvartal og 37,4 prosent av investeringene i rentepapirer. Aksjeinvesteringene økte med 86 milliarder kroner til 1 730 milliarder kroner i kvartalet, mens renteinvesteringene steg med 37 milliarder kroner til 1 033 milliarder kroner.

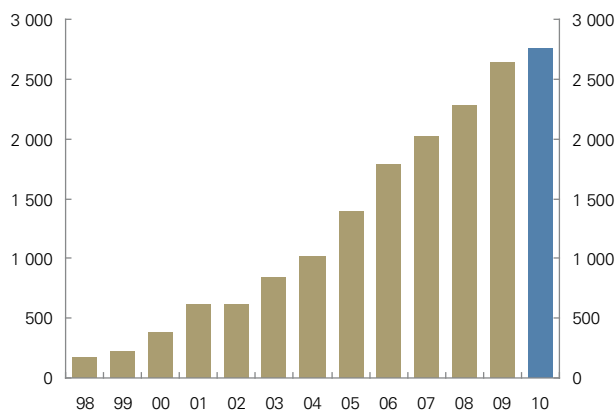
Fondets markedsverdi påvirkes av størrelsen på kapitaltilførsler, avkastning og valutaendringer. Tilførslene fra statens

petroleumsinntekter utgjorde 19 milliarder kroner i første kvartal, som er det laveste nivået siden fjerde kvartal 2003. Avkastningen på fondets investeringer var 103 milliarder kroner. Endringer i kronekursen hadde lite innvirkning på markedsverdien i kvartalet.

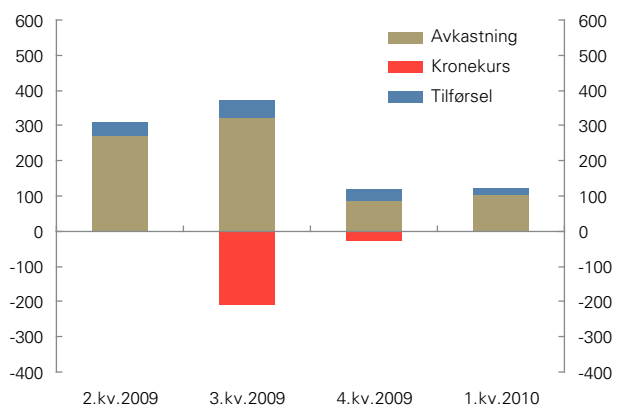
Aksjer, renter og eiendom

Finansdepartementet ga 1. mars fondet et mandat til gradvis å investere i eiendom, ved å redusere investeringer i rente-

Figur 1-1 Fondets markedsverdi. Milliarder kroner



Figur 1-2 Endring i fondets markedsverdi. Milliarder kroner





papirer tilsvarende. Fondet skal etter dette bestå av 60 prosent aksjer, 35–40 prosent rentepapirer og inntil 5 prosent eiendom.

Fondet oversteg i 2009 det langsiktige målet om 60 prosent aksjer fordi aksjebeholdningen økte mer i verdi enn rentebeholdningen. For å gi rom for ulik prisutvikling mellom aktivaklassene tillater regelverket at aksjeandelen i perioder kan bevege seg mellom 50 og 70 prosent, mens rente- og eiendomsinvesteringene samlet kan ligge mellom 30 og 50 prosent. Fondet følger regler for hvordan aksjeandelen skal justeres tilbake til det langsiktige målet.

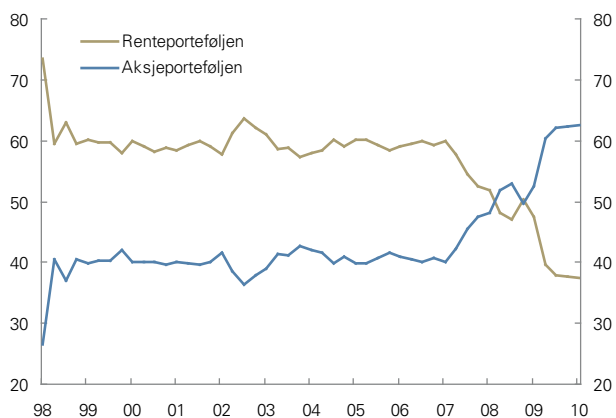
Alle tilførselene til fondet i første kvartal gikk til renteporteføljen. Fondets gjennomsnittlige eierandel i verdens børs-

noterte selskaper forble uendret på 1 prosent.

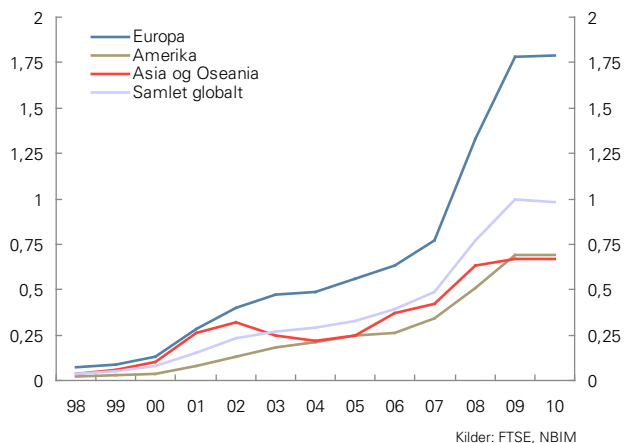
Transaksjonskostnader

Investering av nye midler og omvekting av fondets referanseportefølje medfører transaksjonskostnader. De direkte og indirekte transaksjonskostnadene utgjorde 37 millioner kroner i første kvartal 2010. Det tilsvarer 0,19 prosent av de 19 milliarder kroner som fondet ble tilført i kvartalet.

Figur 1-3 Fordeling på aktivaklasser. Prosent av fondet



Figur 1-4 Fondets eierandeler i aksjemarkedene. Prosentandel av markeds kapitaliseringen til FTSE-indeksen



Kilder: FTSE, NBIM

Tabell 1-1 Nøkkeltall per 31. mars 2010

	1. kv. 2010	4. kv. 2009	3. kv. 2009	2. kv. 2009	1. kv. 2009
Markedsverdi (mrd. kroner)					
Markedsverdien av renteinvesteringene	1 033	996	967	948	985
Markedsverdien av aksjeinvesteringene	1 730	1 644	1 581	1 438	1 091
Markedsverdien av fondet	2 763	2 640	2 549	2 385	2 076
Tilførsel *)					
Tilførsel *)	19	36	49	40	44
Avkastning	103	84	325	270	-66
Endring som følge av svingninger i NOK- kursen	0	-28	-211	-1	-177
Fondets totale endring	123	92	163	309	-199
*) Tilførslene i denne tabellen avviker noe fra regnskapet (jf note 3) på grunn av ulik behandling av forvaltningsgodtgjøring.					
Kostnader i forvaltningen (prosent)					
Beregnete innfasingskostnader	0,00	0,00	0,01	0,02	0,06
Annualiserte forvaltningskostnader	0,10	0,14	0,15	0,15	0,16
Verdiutvikling siden oppstart (mrd. kroner)					
Samlet brutto tilførsel	2 343	2 323	2 286	2 236	2 195
Samlede forvaltningskostnader	14	13	12	12	11
Samlet tilførsel etter forvaltningskostnader	2 329	2 310	2 273	2 224	2 184
Samlet avkastning	586	482	398	73	-197
Kronekursjustering	-152	-152	-123	88	89
Fondets markedsverdi	2 763	2 640	2 549	2 385	2 076
Samlet avkastning etter forvaltningskostnader	572	469	386	62	-207

Tabell 1-2 Fondets største aksjebeholdninger per 31. mars 2010

Selskap	Land	Beholdning i millioner kroner
Nestle SA	Sveits	19 476
HSBC Holdings PLC	Storbritannia	19 368
BP PLC	Storbritannia	18 885
Royal Dutch Shell PLC	Storbritannia	18 747
Vodafone Group PLC	Storbritannia	14 052
Total SA	Frankrike	13 929
Novartis AG	Sveits	12 722
Roche Holding AG	Sveits	12 335
Exxon Mobil Corp	USA	11 978
BHP Billiton PLC	Storbritannia	11 789

Tabell 1-3 Fondets største obligasjonsbeholdninger per 31. mars 2010

Selskap	Land	Beholdning i millioner kroner
Amerikanske stat	USA	119 121
Britiske stat	Storbritannia	66 863
Tyske stat	Tyskland	48 532
Japanske stat	Japan	43 995
Franske stat	Frankrike	41 075
Italienske stat	Italia	39 686
European Investment Bank	Int. organisasjon	21 925
Bank of Scotland PLC	Storbritannia	20 525
Fannie Mae	USA	17 287
Kreditanstalt für Wiederaufbau	Tyskland	16 600



Sterkt bidrag fra renteforvaltningen



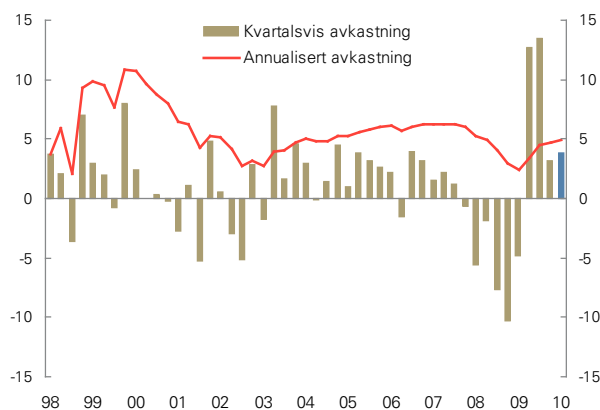
Fondet fikk en avkastning på 3,9 prosent i første kvartal 2010, drevet av prisoppgang i de internasjonale aksje- og rentemarkedene. Resultatet var 0,4 prosentpoeng høyere enn avkastningen i fondets referanseportefølje.

Avkastningen var 4,9 prosent for fondets aksjeinvesteringer og 2,1 prosent for renteinvesteringene, målt i internasjonal valuta.

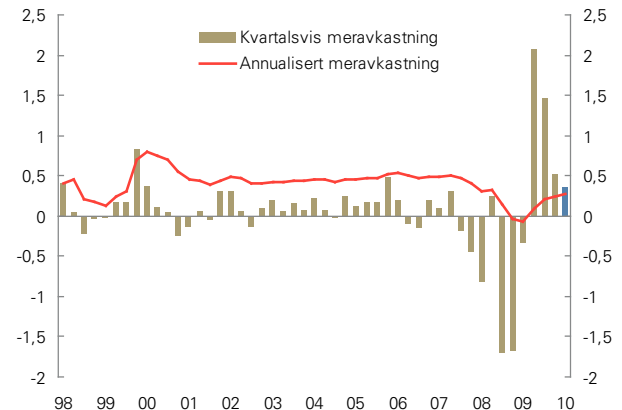
Aksjeinvesteringene fulgte de internasjonale børsene opp i februar og mars, etter en svak start på året. Den brede globale aksjeindeksen FTSE All-World steg 2,7 prosent i første kvartal, målt i amerikanske dollar. Bedre inntjeningstall enn ventet blant selskaper, flere positive makroøkonomiske tall og økt risikovilje blant investorene støttet oppgangen.

Fondets aksjeinvesteringer fordeles med om lag 50 prosent i Europa, 35 prosent i Amerika, Afrika og Midtøsten, og 15 prosent i Asia og Oseania. Aksjemarkedene i Nord-Amerika, Afrika, Midtøsten, Asia og Oseania var blant markedene som steg mest i første kvartal. Det europeiske markedet utviklet seg svakere på grunn av bekymringer rundt høy statsgjeld i blant annet Hellas, Portugal, Italia og Spania. Fondet hadde 12,6 prosent av sine europeiske aksjeinvesteringer i disse landene ved inngangen til første kvartal.

Figur 2-1 Kvartalsvis og annualisert avkastning siden oppstart. Prosent



Figur 2-2 Kvartalsvis og annualisert meravkastning siden oppstart. Prosentpoeng





Bekymringene rundt statsgjeld preget også rentemarkedet. Prisen på kredittapsforsikringer for gresk statsgjeld steg til et rekordnivå i januar og fortsatte å øke utover første kvartal. Fondet eide statsobligasjoner fra flere gjeldstyngede europeiske land ved inngangen til kvartalet. Disse var imidlertid betydelig mindre enn fondets referanseportefølje skulle tilsi.

Likviditeten i obligasjonsmarkedet har gradvis vendt tilbake til mer normale nivåer fra ekstremt lave nivåer under finanskrisen. Dette har ført til lavere risikopremier og høyere priser på rentepapirer, særlig for bankobligasjoner, selskapsobligasjoner og pantesikrede obligasjoner. Fondet dro fordel av denne utviklingen i første kvartal.

Tabell 2-1 Avkastningstall per 31. mars 2010

	1. kv. 2010	4. kv. 2009	3. kv. 2009	2. kv. 2009	1. kv. 2009
Avkastningen av fondet målt i internasjonal valuta					
Aksjeporteføljens avkastning (prosent)	4,92	4,73	17,69	19,49	-8,84
Renteporteføljens avkastning (prosent)	2,14	0,75	7,19	5,07	-0,88
Fondets avkastning (prosent)	3,87	3,18	13,51	12,67	-4,81
Referanseporteføljens avkastning (prosent)	3,51	2,67	12,03	10,60	-4,48
Meravkastning (prosentpoeng)	0,36	0,51	1,48	2,07	-0,33
Forvaltningskostnader (prosent)					
Forvaltningskostnader (prosent)	0,02	0,03	0,04	0,04	0,04
Fondets avkastning etter forvaltningskostnader (prosent)	3,84	3,14	13,47	12,63	-4,85
Avkastning av fondet målt i norske kroner (prosent)					
Aksjeporteføljens avkastning	4,96	3,68	8,63	19,69	-14,46
Renteporteføljens avkastning	2,18	-0,25	-1,06	5,25	-6,99
Fondets avkastning	3,90	2,15	4,76	12,86	-10,67
Referanseporteføljens avkastning	3,54	1,64	3,40	10,78	-10,36

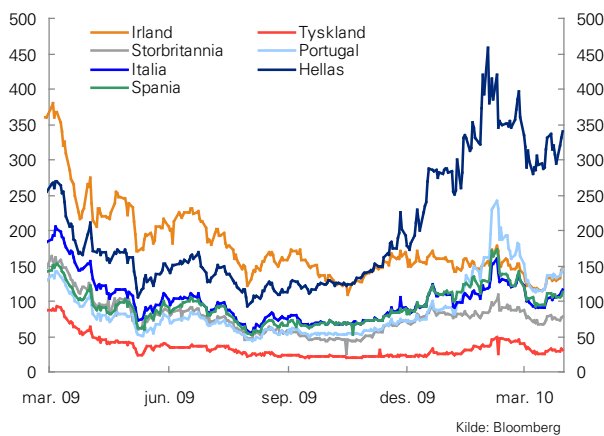
Meravkastning

Fondets avkastning sammenlignes med avkastningen i referanseporteføljen som Finansdepartementet har fastsatt. Forskjellen betegnes som fondets meravkastning og utgjorde 0,4 prosentpoeng i første kvartal. Renteinvesteringene sto for omtrent 80 prosent av resultatet, mens aksjeporteføljen utgjorde resten.

Renteinvesteringene fikk en meravkastning på 0,8 prosentpoeng i første kvartal. Omtrent halvparten av resultatet kom fra investeringer som ble foretatt før 2007, og som ble lite omsettelige under finanskrisen. Disse posisjonene dro nytte av en bedring i likviditeten og prisene på rentepapirer, en trend som startet i andre halvår 2009, og som fortsatte i første kvartal. Særlig amerikanske panteobligasjoner og europeiske bankobligasjoner med status som kjerne- eller tilleggskapital bidro til resultatet. Resten av renteporteføljes meravkastning kom fra posisjoner som var relativt jevnt fordelt over ulike deler av markedet. Fondet er gjennom sin referanseportefølje eksponert mot statsobligasjoner, statsrelaterte obligasjoner, realrenteobligasjoner, selskapsobligasjoner og pantesikrede obligasjoner. NBIM benyttet bedringen i likviditet og priser til å redusere noen av fondets investeringer i selskapsobligasjoner innen finansbransjen.

Aksjeporteføljen fikk en meravkastning på 0,1 prosentpoeng i første kvartal. Internt forvaltede aksjeinvesteringer sto for det meste av resultatet, særlig innen råvarebaserte sektorer og finansaksjer. De eksternt forvaltede aksjeinvesteringene bidro samlet sett i liten grad til meravkastningen.

Figur 2-3 Utvikling i premier for kredittforsikring, statsgjeld. Basispunkter



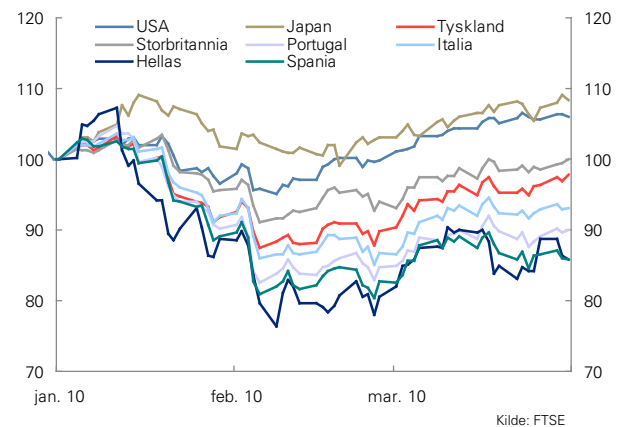
Om lag 13 prosent av fondets midler var forvaltet av eksterne institusjoner ved utgangen av første kvartal. Av dette utgjorde aksjemandater 321 milliarder kroner, mens rentemandater utgjorde 29 milliarder kroner.

Fondet har hatt en annualisert brutto avkastning på 4,9 prosent fra 1. januar 1998 til utgangen av første kvartal 2010, målt i internasjonal valuta. Etter fradrag for forvaltningskostnader og prisstigning utgjør det en årlig netto realavkastning på 2,9 prosent for perioden.

Figur 2-4 Statsgjeld i forhold til BNP i G7-landene. Prosent



Figur 2-5 Utvikling i aksjemarkedene. Indeksert. 01.01.2010 = 100.



Tabell 2-2 Nøkkeltall per 31. mars 2010. Annualiserte tall målt i internasjonal valuta

	Siste år	Siste 3 år	Siste 5 år	Siste 10 år	Siden oppstart (1.1.1998)
Fondets avkastning (prosent)	37,06	0,93	4,37	3,62	4,89
Referanseporteføljens avkastning (prosent)	31,67	1,26	4,35	3,46	4,62
Meravkastning (prosentpoeng)	5,39	-0,33	0,02	0,16	0,28
Standardavvik (prosent)	9,41	12,59	9,99	7,97	7,67
Faktisk relativ volatilitet (prosentpoeng)	0,85	1,56	1,23	0,89	0,83
Informasjonsrate (IR)*	6,36	-0,21	0,02	0,19	0,33
Brutto årlig avkastning (prosent)	37,06	0,93	4,37	3,62	4,89
Årlig prisvekst (prosent)	1,84	1,93	2,06	1,93	1,80
Årlige forvaltningskostnader (prosent)	0,12	0,11	0,11	0,10	0,11
Årlig netto realavkastning (prosent)	34,46	-1,10	2,16	1,56	2,93

*IR er et mål på risikojustert avkastning. IR beregnes som forholdstallet mellom meravkastningen og den faktiske relative volatiliteten som porteføljen har hatt. IR viser hvor høy meravkastning man har fått igjen for hver risikoenhet.

Tabell 2-3 Renteporteføljen per 31. mars 2010 fordelt etter kredittvurdering.* Prosent av porteføljen

	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	Lavere	Ingen vurdering
Stats- og statsrelaterte obligasjoner	34,6	6,6	3,2	0,8	0,1	0,0	0,1
Realrenteobligasjoner	4,3	3,6	0,1	-	-	-	-
Selskapsobligasjoner	0,5	3,5	9,0	6,7	0,5	0,1	0,1
Pantesikrede obligasjoner	20,3	3,6	0,3	0,3	0,2	1,4	0,1
Andeler i verdipapirfond	-	-	-	-	-	-	0,1
Sum obligasjoner og andre rentebærende verdipapirer	59,7	17,4	12,6	7,8	0,7	1,5	0,3

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

Tabell 2-4 Nøkkeltall for risiko og eksponering per 31. mars 2010. Prosent og prosentpoeng

Risiko	Grenser	Faktisk			
		31.03.2010	31.12.2009	30.09.2009	30.06.2009
Markedsrisiko	Maksimalt 1,5 prosentpoeng relativ volatilitet	0,32	0,27	0,30	0,65
Aktivfordeling	Aksjer 50-70%	62,6	62,4	62,0	60,3
	Rentepapirer 30-50%	37,4	37,6	38,0	39,7
	Eiendom 0-5%*	0	0	0	0
Valutafordeling renter	Europa 50-70%	57,7	58,6	59,8	60,1
	Amerika 25-45%	36,6	36,0	35,0	34,8
	Asia og Oseania 0-15%	5,6	5,4	5,2	5,0
Markedsfordeling aksjer	Europa 40-60%	48,5	50,3	51,1	49,8
	Amerika og Afrika 25-45%	36,5	35,3	34,4	35,1
	Asia og Oseania 5-25%	15,0	14,4	14,5	15,1
Eierandel	Maksimalt 10% av et børsnotert selskap	8,43	7,23	9,00	9,50

*Fra og med 1. mars 2010

Markedsrisiko

Fondets investeringer i aksje- og rentemarkedene innebærer risiko, og resultatene kan variere mye fra år til år, som i 2008 og 2009. Markedsrisikoen bestemmes i første rekke av referanseporteføljens sammensetning. De viktigste faktorene som påvirker risikoen, er svingninger i aksjekurser, valutakurser, rentenivåer og prisingen av kredittrisiko i renteporteføljen.

Markedsrisikoen har falt de tre seneste kvartalene fra ekstremt høye nivåer under finanskrisen. Forventede svingninger i aksjemarkedet, målt ved VIX-indeksen, falt i første kvartal og var på samme nivå som før finansuroens oppstart sommeren 2007. Risikonivået i rentemarkedene, målt ved iTraxx-indeksen, gikk også ned. Nivået var likevel fortsatt høyere enn før finanskrisen.

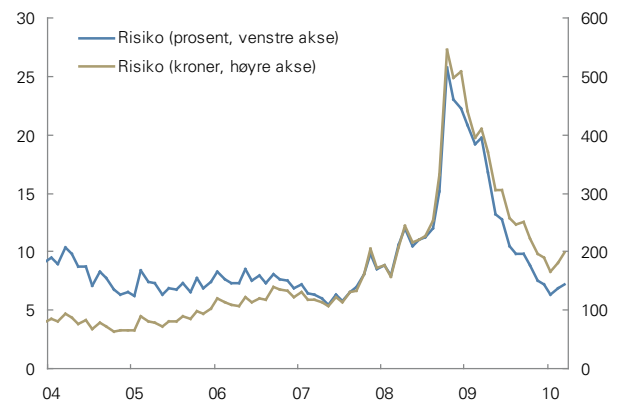
Forventet absolutt volatilitet, målt ved det statistiske begrepet standardavvik, beskriver hvor store svingninger vi kan vente i fondets årlige avkastning i normale perioder. De daglige svingningene i kapitalmarkedene var relativt små i første kvartal, og fondets forventede volatilitet var uendret i denne perioden. Den utgjorde omtrent 7,2 prosent, eller 198 milliarder kroner, ved utgangen av kvartalet.

Finansdepartementet har satt grenser for hvor store avvik fra referanseporteføljen NBIM kan ha i forvaltningen av fondet. Den viktigste grensen er uttrykt som forventet relativ volatilitet, og legger en begrensning på hvor mye fondets avkastning kan forventes å avvike fra referanseporteføljens

avkastning. Fondets forventede relative volatilitet skal ikke overstige 1,5 prosentpoeng (150 basispunkter). Den utgjorde 32 basispunkter ved utgangen av første kvartal, opp fra 27 basispunkter ved inngangen til kvartalet. Stigningen skyldtes hovedsakelig en økning i renteporteføljens beregnede risiko.

Departementet har også satt grenser for hvordan fondets investeringer skal spres over ulike regioner og valutaer. Fondets eierandel i et børsnotert selskap er i tillegg begrenset til 10 prosent. Det var i første kvartal to mindre brudd på fondets retningslinjer.

Figur 2-7 Absolutt volatilitet for fondet. Prosent og milliarder kroner

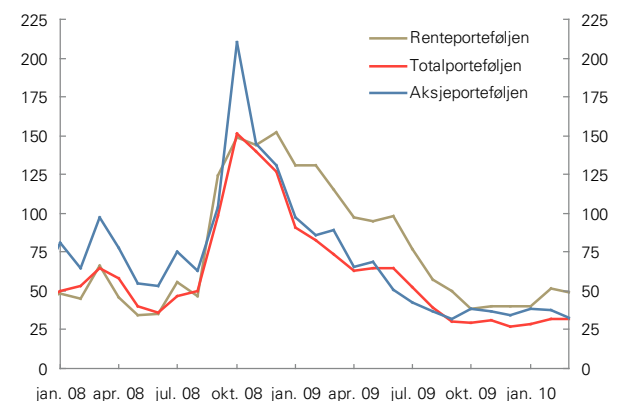


Figur 2-6 Forventet risiko i aksjemarkedet (VIX-indeks) og i rentemarkedet (iTraxx-indeks).



Kilde: CBOE, Markit

Figur 2-8 Forventet relativ volatilitet for fondet. Basispunkter



Eierskapsutøvelsen

Som investor i mer enn 8 300 selskaper over hele verden søker NBIM å styrke aksjonærenes rettigheter hos virksomheter og regulerende myndigheter. Vi har også som mål å forbedre sosiale og miljømessige forhold som påvirker selskapene i vår portefølje, og på denne måten bidra til å beskytte fondets langsiktige investeringer.

Vi arbeidet i første kvartal med forberedelser til stemmegivning på generalforsamlinger i 2010. Stadig flere selskaper kontaktet oss for å drøfte hvordan vi planla å stemme på deres generalforsamlinger. Vi benyttet denne dialogen til å fremme våre synspunkter på god eierstyring og selskapsledelse.

Norges Banks hovedstyre har fastsatt strategien og prinsippene for fondets eierskapsutøvelse. Basert på disse, reviderte NBIM i første kvartal fondets retningslinjer for stemmegivning. Retningslinjene understreker vårt syn om at styrelederen i et selskap må være uavhengig av ledelsen. Dette er viktig for at styret skal kunne føre tilfredsstillende tilsyn med ledelsen. NBIM stemmer rutinemessig mot kandidater som sikter mot å bli styrelederen i et selskap der de er administrerende direktør.

De nye stemmegivningsreglene understreker også vår holdning om at det er selskapets styre som bør ha ansvaret for å fastsette ledelsens godtgjørelse. Denne praksisen utsettes i økende grad for press fra aksjonærer som vil ha mer innflytelse over avlønningen i selskapene. Godtgjørelsesordningene i selskapene vi investerer i, er varierte, komplekse og i stadig utvikling. Styrets inngående kunnskap om et selskap og dets ledelse gjør det bedre kvalifisert til å fastsette lønnsbetingelser enn aksjonærene. Det er også en grunnleggende del av styrets ansvarsområde å rekruttere og føre tilsyn med ledelsen og følgelig også lønn til ledende ansatte. NBIM vil derfor stemme mot forslag om å gi aksjonærer stemmerett i lønsspørsmål som angår ledende ansatte. Den beste måten å kontrollere godtgjørelsen på er å velge styremedlemmer som er i stand til å representere våre interesser, og å holde dem ansvarlige for uakseptabel praksis.

Rapport om barns rettigheter

NBIM forventer at selskaper håndterer risiko knyttet til barns rettigheter, klimaendringer og minkende vannressurser. Utilstrekkelig håndtering kan negativt påvirke virksomheten til selskapene vi investerer i, og på denne måten skade fondets interesser. Vi foretar en systematisk vurdering av hvordan

selskapene i vår portefølje oppfyller våre forventninger, og offentliggjør funnene i årlige statusrapporter. Vi offentliggjorde vår andre statusrapport om barns rettigheter i første kvartal 2010. Rapporten evaluerte i hvilken grad selskaper i vår portefølje innfridde våre forventninger til håndteringen av barns rettigheter. Den var basert på offentlig tilgjengelig informasjon for 2009.

Rapporten evaluerte 440 selskaper i syv sektorer med høy risiko for bruk av barnarbeid og brudd på barns rettigheter. Disse sektorene omfatter gruvedrift, stål, tekstil og kakao – som også ble vurdert i vår forrige rapport om barns rettigheter – i tillegg til leketøysprodusenter, frøprodusenter og teknologivare- og utstyrssektoren.

Analysen viste at sammenlignet med 2008 rapporterte et økende antall selskaper, uavhengig av sektor, at de gjennomførte tiltak for å overvåke og håndtere risikoen for barnarbeid i sin virksomhet og sine leverandørkjeder. Gruve-sektoren og tekstilbransjen rapporterte spesielt om økt bruk av risikoanalyse. Rapporten viste også store forskjeller mellom ulike sektors grad av samsvar med våre forventninger, slik det kommer til uttrykk i dokumentet *NBIM Investor Expectations on Children's Rights*.

Vi brukte funnene til å kontakte 327 av selskapene i analysen. Hvert selskap fikk en kopi av rapporten, et evalueringsskjema som viste hvorvidt de oppfylte våre forventninger, og et brev som kommenterte funnene. Vårt mål er å oppmuntre selskapene til å utvikle retningslinjer og systemer for risiko-styring knyttet til barnarbeid og barns rettigheter, og å øke åpenheten om dette temaet.

Regnskapsrapportering

Presentasjon av regnskapsinformasjon for Statens pensjonsfond utland. Regnskapsrapporteringen for Statens pensjonsfond utland er en del av, og er utdrag fra, Norges Banks balanse og regnskap.

Resultatregnskap

Tall i millioner kroner	Note	1. kv. 2010	1. kv. 2009	Hittil i år		
				31.03.2010	31.03.2009	31.12.2009
Resultat fra finansielle eiendeler eksklusive valutakursreguleringer						
Renteinntekter innskudd i utenlandske banker		43	140	43	140	462
Renteinntekter utlån knyttet til gjensalgsvtaler		64	446	64	446	696
Netto inntekt/kostnad - gevinst/tap fra:						
- Aksjer og andeler		76 621	-62 429	76 621	-62 429	488 082
- Obligasjoner og andre rentebærende verdipapirer		27 981	-7 015	27 981	-7 015	118 971
- Finansielle derivater		-1 137	4 086	-1 137	4 086	7 398
Rentekostnad innlån knyttet til gjenkjøpsavtaler		-101	-1 208	-101	-1 208	-2 571
Andre rentekostnader		-43	3	-43	3	-60
Andre kostnader		10	-48	10	-48	-193
Sum resultat fra forvaltning før valutakursreguleringer		103 437	-66 025	103 437	-66 025	612 785
Valutakursreguleringer		179	-177 128	179	-177 128	-417 607
Sum resultat		103 617	-243 153	103 617	-243 153	195 178
Påløpt forvaltningsgodtgjøring	2	-643	-858	-643	-858	-3 228
Resultat etter forvaltningsgodtgjøring tilført kronekonto		102 974	-244 011	102 974	-244 011	191 950

Balanse

<i>Tall i millioner kroner</i>	Note	31.03.2010	31.03.2009	31.12.2009
EIENDELER				
FINANSIELLE EIENDELER				
Innskudd i banker		5 960	28 209	4 644
Utlån knyttet til gjensalgsvtaler		183 716	158 662	191 473
Avgitt kontantsikkerhet		33	8	140
Aksjer og andeler	5,6	1 544 878	885 105	1 496 759
Utlånte aksjer	5,6	186 794	189 241	150 847
Obligasjoner og andre rentebærende papirer		911 378	1 293 848	908 222
Utlånte obligasjoner		199 003	145 521	161 990
Finansielle derivater		2 979	25 758	2 263
Uoppgjorte handler		21 462	133 465	17 572
Andre fordringer		7 666	3 564	251
SUM FINANSIELLE EIENDELER		3 063 870	2 863 382	2 934 161
GJELD OG EIERS KAPITAL				
FINANSIELL GJELD				
Kortsiktig innlån		1 677	2 660	6 238
Innlån knyttet til gjenkjøpsavtaler		92 923	372 199	109 536
Mottatt kontantsikkerhet	4	163 219	158 990	154 676
Finansielle derivater		8 842	53 650	8 118
Uoppgjorte handler		31 398	189 277	11 925
Annen gjeld		2 814	10 125	3 625
Skyldig forvaltningsgodtgjøring		643	858	3 228
SUM FINANSIELL GJELD		301 515	787 760	297 346
Eiers kapital	3	2 762 354	2 075 622	2 636 815
SUM GJELD OG EIERS KAPITAL		3 063 870	2 863 382	2 934 161

Note 1. Regnskapsprinsipper

Delårsregnskapet for første kvartal er avlagt i samsvar med regnskapsprinsippene for Norges Bank som ble vedtatt av Representantskapet 13. desember 2007. En omtale av regnskapsprinsippene som er lagt til grunn ved avleggelse av delårsregnskapet, fremkommer i årsregnskapet til Norges Bank for 2009.

Delårsregnskapet inneholder ikke all informasjon som kreves i et fullstendig årsregnskap og bør leses i sammenheng med årsregnskapet til Norges Bank for 2009.

Utarbeidelse av årsregnskapet til Norges Bank innebærer bruk av estimater og vurderinger som kan påvirke eiendeler, gjeld, inntekter og kostnader. Under regnskapsprinsipper i årsregnskapet for 2009 er det gjort nærmere greie for vesentlige estimater og forutsetninger.

Note 2. Forvaltningskostnader

	Januar – mars 2010		Januar – mars 2009	
	Tall i tusen kroner	Prosent	Tall i tusen kroner	Prosent
Interne kostnader	168 280	.	168 404	.
Kostnader til depot og oppgjør	84 857	.	82 409	.
Minimumshonorarer til eksterne forvaltere	107 990	.	121 941	.
Avkastningsavhengige honorarer til eksterne forvaltere	184 733	.	414 501	.
Øvrige kostnader	96 932	.	71 143	.
Sum alle forvaltningskostnader	642 792	0,10	858 398	0,16
Sum forvaltningskostnader, eksklusive avkastningsavhengige honorarer	458 059	0,07	443 897	0,08

Note 3. Eiers kapital

Tall i millioner kroner	31.03.2010	31.03.2009	31.12.2009
Innskudd kronekonto per 1. januar	2 636 815	2 273 289	2 273 289
Tilførsel i løpet av året	22 565*	46 344	171 577
Resultat tilført kronekonto	103 617	-243 153	195 177
Eiers kapital før fratrukk av forvaltningsgodtgjøring	2 762 997	2 076 480	2 640 043
Forvaltningsgodtgjøring til Norges Bank	-643	-858	-3 228
Eiers kapital - innskudd kronekonto	2 762 354	2 075 622	2 636 815

*Av fondets tilførsler i første kvartal, ble 3,2 milliarder kroner brukt til å betale skyldig forvaltningsgodtgjøring for 2009, mens 19,3 milliarder kroner gikk til fondets investeringer.

Note 4. Utlån av verdipapirer

Det var lånt ut verdipapirer gjennom eksterne utlånsprogrammer til en verdi av 385,8 milliarder kroner per 31. mars 2010, mot 334,8 milliarder kroner 31. mars 2009. Utlånte verdipapirer er sikret gjennom mottatte sikkerheter, og for en utlånsagent gjennom en garantiavtale. Det er totalt mottatt sikkerhet for utlånte verdipapirer til en verdi av 404,2 milliarder kroner per 31. mars 2010. Av dette er 163,2 milliarder kroner mottatt i form av kontanter og resten i form av verdipapirer. Mottatt kontantsikkerhet er reinvestert i gjensalgsvtaler og obligasjoner. Disse reinvesteringene er balanseført til 161,4 milliarder kroner per 31. mars 2010.

Total avsetning for urealisert verditap på reinvesterte kontantsikkerhetsstillelser var 1,7 milliarder kroner per 31. mars 2010. Verditapet er beregnet på bakgrunn av markedsverdien på reinvesteringene. Dette er fordelt på 1,0 milliarder kroner for verdipapiriserte obligasjoner, 0,6 milliarder kroner for *structured investment vehicles* og 0,1 milliarder kroner for selskapsobligasjoner.

Det er regnskapsført en urealisert gevinst på disse reinvesteringene for årets første tre måneder på 0,6 milliarder kroner, som er en reversering av tidligere urealiserte tap for investeringene. Dette fremkommer på resultatlinjen netto inntekt/kostnad og gevinst/tap fra obligasjoner og andre rentebærende verdipapirer. Denne delen av reinvesteringsprogrammet ble frosset i andre halvår 2007, og investeringene reduseres etter hvert som obligasjonene går til forfall.

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

Tall i millioner kroner, 31.03.2010	Anskaffelseskost	Virkelig verdi	Opptjente renter /utbytte	Sum virkelig verdi
<i>Aksjer og andeler:</i>				
Børsnoterte aksjer og andeler	1 625 461	1 728 357	3 316	1 731 673
Sum aksjer og andeler	1 625 461	1 728 357	3 316	1 731 673
Herav utlånte aksjer				186 794
<i>Obligasjoner og andre rentebærende verdipapirer:</i>				
Stats- og statsrelaterte obligasjoner	514 179	524 892	6 406	531 298
Realrenteobligasjoner	52 185	52 433	196	52 629
Selskapsobligasjoner	236 275	237 180	4 595	241 775
Verdipapiriserte obligasjoner	285 263	279 923	4 043	283 966
Andeler i verdipapirfond	537	713	0	713
Sum obligasjoner og andre rentebærende verdipapirer	1 088 439	1 095 141	15 240	1 110 381
Herav utlånte obligasjoner				199 003

Note 6. Måling til virkelig verdi av finansielle instrumenter

Kontrollmiljø

Det er etablert effektive prosesser for daglig verdsettelse av posisjonene i fondet med innhenting og kontroll av priser hos en ekstern regnskapsleverandør samt i Norges Banks driftsenheter. Ved månedsslutt er verdsettelsen underlagt en rekke ytterligere kontrollrutiner i Norges Bank som har til formål å kvalitetssikre at prisene som blir brukt i verdifastsettelsen, er i henhold til de etablerte verdivurderingsrutinene og i tråd med virkelig verdi-prinsippet. Ved hver kvartalsslutt utarbeides det et verdsettelsesnotat og en rapport som beskriver resultatet av de utførte kontrollene og status for verdivurderingen. Disse gjennomgås i en verdsettelseskomiteé som er et forum for behandling av større prisingsspørsmål, og som formelt godkjenner verdifastsettelsen. Komiteen møtes minst hvert kvartal i forkant av fremleggelse av regnskapet.

Fastsettelse av virkelig verdi

Det benyttes hierarkier for uavhengige priskilder fastsatt av Norges Bank. Beholdninger som finnes i referanseindeksene, prises normalt i henhold til indeksleverandørens prisfastsettelse, mens de resterende beholdningene av aksjer og obligasjoner prises nesten utelukkende av anerkjente eksterne uavhengige prisleverandører. Det utføres prisverifiseringsanalyser som sammenligner prisene i henhold til de etablerte hierarkiene med alternative tilgjengelige priskilder. Der alternative priskilder anses å være mer representative for virkelig verdi, gjøres prisendringer for å bringe verdsettelsen nærmere forventet virkelig verdi.

Alle aksjer og obligasjonsbeholdninger i fondet har blitt inndelt i kategorier for vurdert prisusikkerhet. Kategori 1 består av investeringer som er verdsatt basert på observerbare markedspriser i aktive markeder, og anses å ha svært begrenset verdsettelsesrisiko. Investeringer inndelt i kategori 2 har en prisfastsettelse som er basert på modeller med observerbare datapunkter. Disse beholdningene innehar noe prisusikkerhet i forhold til etableringen av virkelig verdi, men totalt sett er denne verdsettelsesrisikoen ansett å være begrenset. Beholdninger allokert til kategori 3 er modellpriset med en betydelig usikkerhet rundt fastsettelsen av virkelig verdi. Det er likevel verdt å merke seg at storparten av disse investeringene er priset av eksterne profesjonelle prisingssleverandører som er ansett for å fastsette beste tilgjengelige anslag på virkelig verdi, og hvor den totale verdivurderingen fra ulike prisleverandører avviker forholdsvis lite.

Tabellen nedenfor inndeler investeringene i kategorier for vurdert prisusikkerhet per 31. mars 2010:

Tall i millioner kroner

Kategorisering av investeringer mht. prisusikkerhet	Observerbare markedspriser i aktive markeder		Modellprising med observerbare datapunkter		Modellprising med større usikkerhet rundt fastsettelsen av virkelig verdi		Totalt	
	31.03.2010	31.12.2009	31.03.2010	31.12.2009	31.03.2010	31.12.2009	31.03.2010	31.12.2009
Aksjer og andeler	1 729 771	1 646 147	1 897	1 453	5	5	1 731 673	1 647 606
Obligasjoner	605 293	514 290	475 266	522 404	29 822	33 518	1 110 381	1 070 212
Totalt	2 335 064	2 160 437	477 163	523 857	29 827	33 523	2 842 054	2 717 818

Nesten alle aksjebeholdningene i fondet er klassifisert som kategori 1-posisjoner med begrenset verdsettelsesrisiko da det foreligger offisielle sluttkurser fra børs basert på et aktivt transaksjonsmarked. Aksjebeholdninger klassifisert som kategori 2 består hovedsakelig av forholdsvis illikvide aksjeposter hvor prisfastsettelsen er modellert fra liknende mer likvide aksjeposter utstedt av samme selskap. Verdsettelsesrisikoen er generelt forholdsvis begrenset også her da modelleringen er enkel og datapunktene som inngår i modellen, er observerbare. Aksjer klassifisert i kategori 3 består av et fåtall aksjer hvor prisfastsettelsen er spesielt usikker grunnet suspensjon av omsetning på grunn av spesielle situasjoner som konkurs, nasjonalisering, likvidering o.l.

Når det gjelder obligasjonsinvesteringene, er prisusikkerhetsbildet nyansert. Norges Bank gjør analyser for å avdekke i hvilken grad det har vært faktiske transaksjoner og pristransparens med tilhørende likviditet i markedet for forskjellige typer obligasjoner og for en rekke enkeltpapirer på rapporteringstidspunktene. Prisfastsettelsen for de fleste statsobligasjoner er basert på observerbare markedspriser i et aktivt marked for kursstillelse og med hyppige transaksjoner. Statsrelaterte og realrenteobligasjoner er fordelt på kategori 1 og 2, basert på bankens analyser av likviditet og grad av handel og pristransparens i markedene. Analysen viser en relativt høy grad av observert likviditet for disse obligasjonene. De fleste selskapsobligasjoner er vurdert priset av modeller med observerbare datapunkter, mens enkelte spesielt illikvide selskapsobligasjoner tilhører kategori 3. Verdipapiriserte obligasjoner er fordelt på alle tre kategorier basert på kompleksitet knyttet til modelldatapunkter og grad av likviditet, faktiske transaksjoner og pristransparens i markedene. Obligasjoner med fortrinnsrett er kategorisert i de observerbare kategoriene 1 og 2 basert på forholdsvis høy grad av likviditet og pristransparens i markedene. Enkelte svært likvide garanterte boliglånsobligasjoner tilhører kategori 1 med observerbare markedspriser i aktive markeder. Andre garanterte boliglånsobligasjoner som ikke er transjet, er klassifisert som priset med modeller med observerbare datapunkter. Verdipapiriserte obligasjoner som er vurdert transjet slik at de har spesiell høy eksponering mot modelldatapunkter som ikke er observerbare tilhører, kategori 3. Andre verdipapiriserte obligasjoner er fordelt på modellpriskategoriene 2 og 3 basert på lavere observert grad av likviditet og pristransparens i markedene.

Bankens analyser tyder på at prisusikkerhet og likviditet forbedret seg ytterligere i løpet av årets første kvartal. Samlet eksponering som er vurdert spesielt usikker med hensyn til korrekt prisfastsettelse var 30 milliarder ved utgangen av første kvartal 2010, mot 34 milliarder ved utgangen av 2009. Dette bestod hovedsakelig av amerikanske verdipapiriserte obligasjoner som ikke er garantert av en føderal kredittinstitusjon, hvor sammenligninger mellom tilgjengelige priskilder antydte høy grad av prisusikkerhet.

Usikkerheten rundt prisfastsettelsen til virkelig verdi på segmenter av porteføljen vurderes fortsatt som betydelig. Likevel anses resultatet av verdifastsettelsen basert på de ordinære priskilder i henhold til det etablerte prisingsleverandørhierarki per 31. mars 2010 å gi et riktig bilde av markedsverdier i henhold til virkelig verdi-prinsippet. Det var ikke behov for regnskapsmessige prisusikkerhetsavsetninger i kvartalet.

ISSN 1890-8535

Design og illustrasjon: Burson-Marsteller v/ Erik Sand

Foto: iStockphoto.com

Papir: Galerie Art Matt 250/150

Produksjon: 07 Lobo Media AS



Norges Bank Investment Management (NBIM)

Bankplassen 2

Postboks 1179 Sentrum

N-0107 Oslo

Tel.: +47 24 07 30 00

www.nbim.no