

Folketrygdfondet

14

STATENS PENSJONSFOND NORGE

---

Porteføljeutvikling  
Tredje kvartal 2014

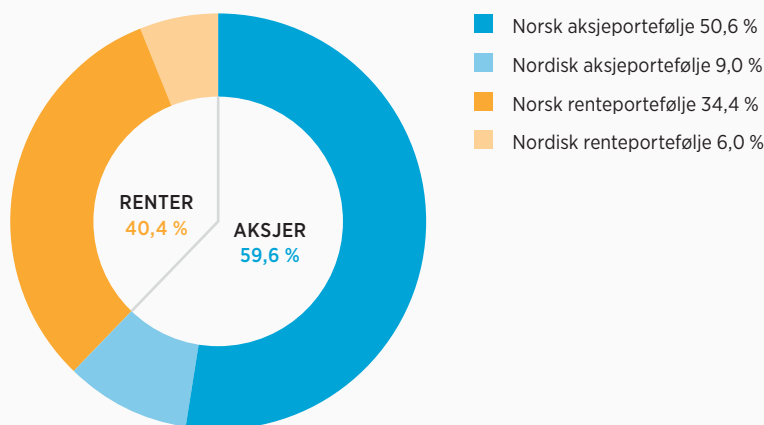
## PORTEFØLJEUTVIKLING

## GOD MERAVKASTNING I TREDJE KVARTAL

Avkastningen for Statens pensjonsfond Norge var på 0,4 prosent i tredje kvartal. Det var 0,8 prosentpoeng bedre enn referanseindeksens avkastning.

**Aksjeandelen i Statens pensjonsfond Norge** var ved utgangen av kvartalet 59,7 prosent. Statens pensjonsfond Norge måles mot en referanseindeks, hvor aksjeandelen skal være om lag 60 prosent. Som følge av at aksjer og obligasjoner har ulik avkastning over tid, vil aksjeandelen ofte avvike fra 60 prosent. Finansdepartementet har fastsatt nærmere regler for hva som skal skje når avviket i aksjeandelen blir tilstrekkelig stort (tilbakevektning). Folketrygdfondet overførte tidlig i tredje kvartal i alt 3,9 milliarder kroner fra aksjeporteføljen til renteporteføljen som følge av regelverket om tilbakevektning.

PORTEFØLJENS SAMMENSETNING PER 30.09.2014



**Mandatet til Statens pensjonsfond Norge** innebærer at 60 prosent av porteføljen i utgangspunktet skal investeres i aksjer og 40 prosent i rentepapirer. Både for aksjer og rentepapirer skal om lag 85 prosent investeres i Norge og 15 prosent i Danmark, Sverige og Finland.

## BAKGRUNN

## Referanseindeksen

Avkastningen til Statens pensjonsfond Norge sammenlignes med en referanseindeks som Finansdepartementet fastsetter. Denne referanseindeksen er satt sammen av andeler i fire indekser:

- OSEBX (norske aksjer).
- VINXB (danske, finske og svenske aksjer).
- Et utdrag fra indeksen Barclays Global Aggregate som brukes for den norske renteporteføljen. Dette utdraget har norske utstedere i utvalgte valutaer, men er valutasikret i norske kroner, og har en statsandel på 30 prosent.
- Et utdrag fra indeksen Barclays Global Aggregate som brukes for den nordiske renteporteføljen. Dette utdraget har danske, finske og svenske utstedere i utvalgte valutaer.

Indeksen for den norske renteporteføljen er valutasikret til norske kroner, mens indeksen for den nordiske aksjeporteføljen og den nordiske renteporteføljen ikke valutasikres.

Avkastningen for Statens pensjonsfond Norge var på 0,4 prosent i tredje kvartal, og det er 0,8 prosentpoeng bedre enn referanseindeksens avkastning. Resultatet for kvartalet ble på 0,7 milliarder kroner, og kapitalen til Statens pensjonsfond Norge var på 184,2 milliarder kroner ved utgangen av kvartalet. Aksjeporteføljen og renteporteføljen bidro begge positivt til differanseavkastningen i kvartalet. Avkastningen per 30.09. for Statens pensjonsfond Norge var på 13,2 prosent, og det er 1,6 prosentpoeng bedre enn referanseindeksens avkastning.

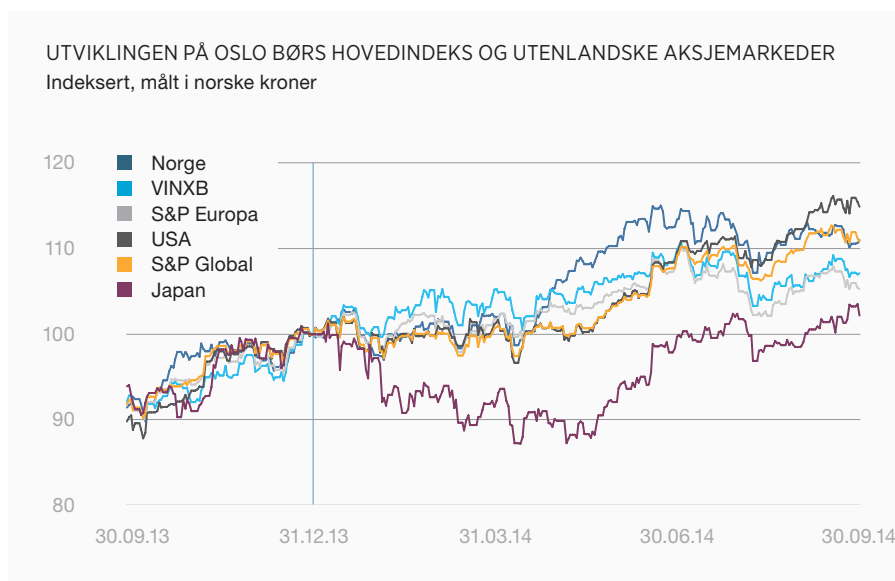
BIDRAG TIL BRUTTO DIFFERANSEAVKASTNING  
TREDJE KVARTAL 2014, PROSENTPOENG

	Bidrag
Aksjeporteføljen	0,75
Renteporteføljen	0,04
Samlet	0,79

## AKSJER

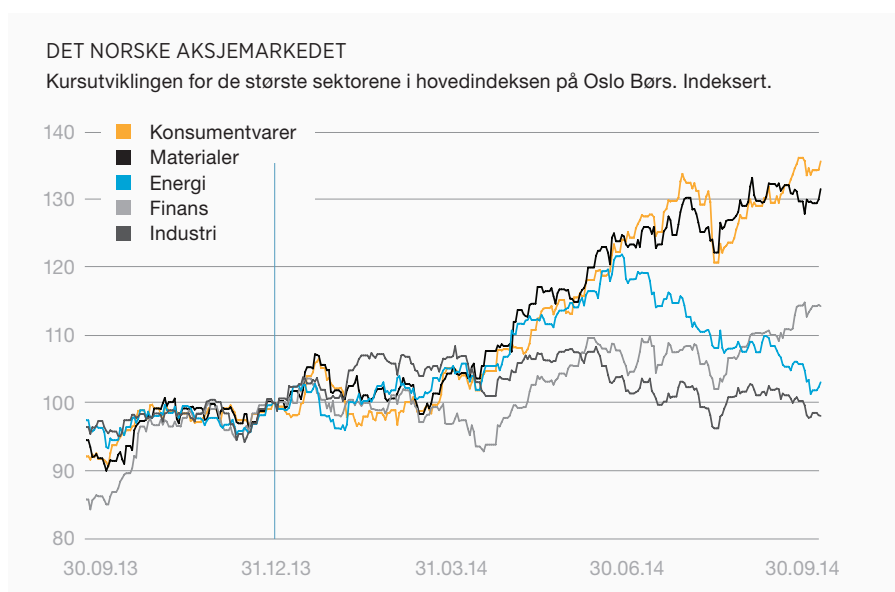
Aksjemarkedene har i tredje kvartal gått noe ned i Norden, mens USA og Japan har fortsatt oppgangen fra andre kvartal. I tredje kvartal steg det globale aksjemarkedet med 2,8 prosent. Både i USA og Japan var markedene sterke, mens Europa hadde en svakere utvikling. De nordiske aksjemarkedene utenom Norge gikk ned samlet med 1,7 prosent.

Aksjemarkedet i Norge gikk ned med 1,4 prosent. Aksjemarkedet i Finland gikk ned med 0,7 prosent, mens det danske og svenske markedet gikk ned med henholdsvis 0,6 og 2,5 prosent.



**Kursutviklingen i aksjemarkedene** er her vist i norske kroner og med reinvesterte utbytter. Det norske aksjemarkedet hadde i tredje kvartal en negativ avkastning på 1,4 prosent.

Blant de største sektorene på Oslo Børs steg både konsumentvarer og materialer i kvartalet. Oppgangen var på henholdsvis 7,8 og 7,0 prosent fra forrige kvartalsslutt. Energi hadde den svakeste utviklingen i kvartalet med en nedgang på 12,9 prosent.



**Kursutviklingen i det norske aksjemarkedet** har i tredje kvartal vært sterkest for konsumentvarer og finans. Finans hadde sterkest utvikling med 8,5 prosent i kvartalet. Energi hadde svakest utvikling med -12,9 prosent.

Børsintroduksjoner og emisjoner på Oslo Børs var i tredje kvartal på 4,3 milliarder kroner. Det er på samme nivå som andre kvartal, men likevel lavere enn kvartalsgjennomsnittet fra 2013 på 4,6 milliarder kroner.

Markedsverdien av aksjeporteføljen i Statens pensjonsfond Norge var ved utgangen av kvartalet på 109,9 milliarder kroner.

Aksjeporteføljens samlede avkastning ble på -0,2 prosent i kvartalet.

Referanseindeksens avkastning i samme periode var -1,4 prosent, og aksjeporteføljen oppnådde dermed en positiv differanseavkastning på 1,2 prosentpoeng. Avkastningen per 30.09. for aksjeporteføljen var på 12,0 prosent, og det var 1,6 prosentpoeng bedre enn referanseindeksens avkastning.

Norske selskaper utgjør om lag 85 prosent både av porteføljen og referanseindeksen. Avkastningen for de norske selskapene i aksjeporteføljen ble 0,0 prosent, hvilket er 1,4 prosentpoeng bedre enn utviklingen til hovedindeksen på Oslo Børs (OSEBX). Selskaper i Sverige, Danmark og Finland utgjør de siste 15 prosentene i både aksjeporteføljen og referanseindeksen. Avkastningen for disse selskapene ble -1,3 prosent, noe som er 0,4 prosentpoeng bedre enn referanseindeksen for nordiske selskaper (VINXB).

Sektormessig var det energi (0,7 prosentpoeng), finans (0,3 prosentpoeng) og forbruksvarer (0,1 prosentpoeng) som bidro mest til differanseavkastningen. Investeringene i materialer bidro marginalt negativt.

#### AKSJEPORTEFØLJEN

Avkastning per sektor, tall i prosent, 3. kvartal 2014

	Avkastning 3. kvartal 2014	Andel av aksje- porteføljen
Energi	-12,3	25,2
Materialer	5,6	10,6
Industri	-4,7	8,3
Forbruksvarer	12,3	7,4
Konsumtvarer	6,8	9,9
Helsevern	4,5	2,3
Finans	6,9	22,1
Informasjonsteknologi	6,2	4,1
Tele	0,7	9,9
Forsyninger	-4,5	0,2
<b>Aksjeporteføljen samlet</b>	<b>-0,2</b>	<b>100,0</b>
Norske selskaper	0,0	85,0
Nordiske selskaper	-1,3	15,0

#### AKSJEPORTEFØLJEN

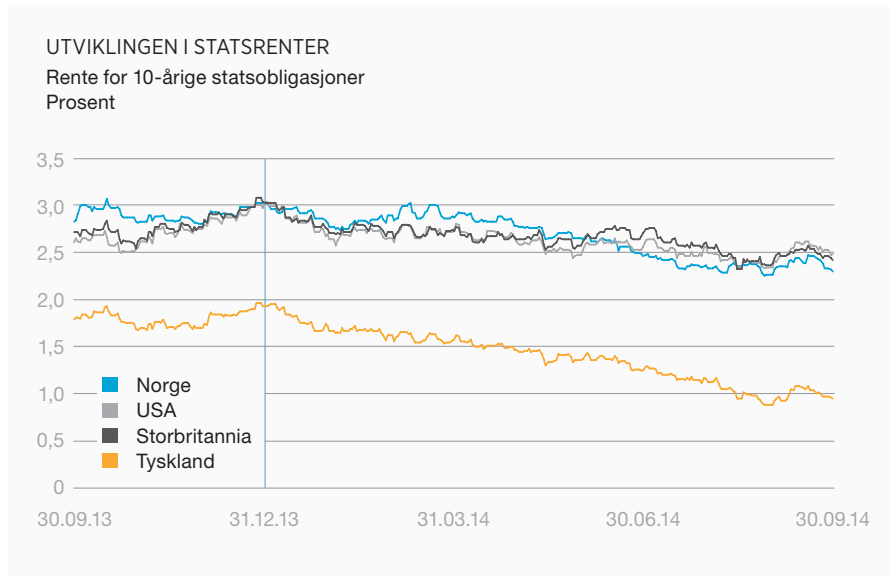
Største aksjebeholdninger per 30.09.2014

	Beholdning i millioner kroner	Andel av aksje- porteføljen i prosent
Statoil	18 972	17,3
DNB Bank	12 294	11,2
Telenor	10 432	9,5
Yara International	5 672	5,2
Norsk Hydro	5 153	4,7
Orkla	4 306	3,9
Marine Harvest	3 631	3,3
Gjensidige Forsikring	3 429	3,1
Royal Caribbean Cruises .	3 165	2,9
Schibsted	2 957	2,7

Ved utgangen av kvartalet var aksjeporteføljen investert i 145 selskaper. De ti største plasseringene utgjorde til sammen 63,8 prosent av aksjeporteføljen.

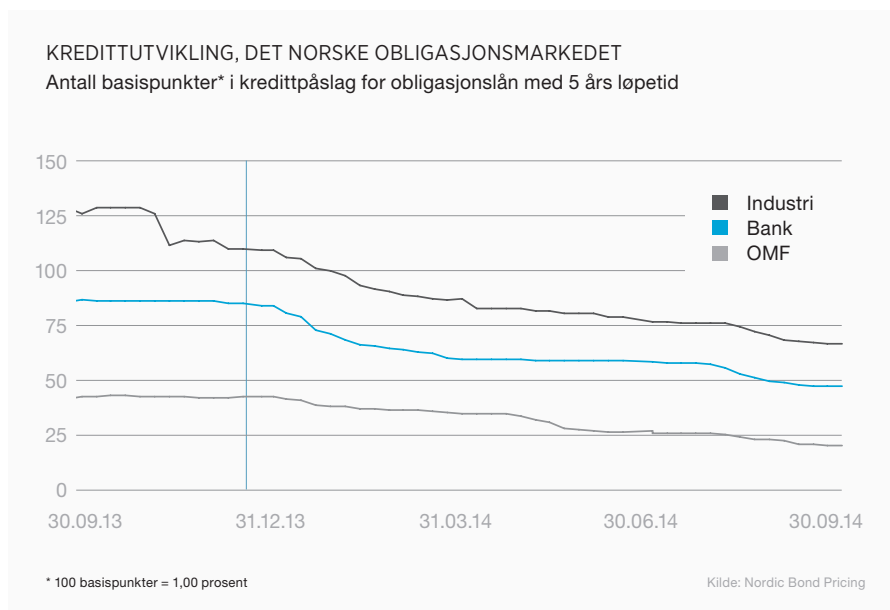
## RENTEPORTEFØLJEN

Etter at statsrenter med lang bindingstid steg i 2013, har statsrentene sunket de tre første kvartalene av 2014. Denne nedgangen førte til at statsobligasjoner hadde en positiv avkastningsutvikling i kvartalet.



**Effektiv rente for statsobligasjoner** med 10 års løpetid har falt i tredje kvartal 2014. Tyske 10-års statsrenter har falt med over 20 prosent i perioden.

Obligasjonslån utstedt av andre enn nasjonalstatene prises til en høyere rente enn statsrenter. Dette kredittpåslaget omtales som kredittspread og er størst for låntagerne med svakest kredittkvalitet. De siste årene har kredittspreadene blitt redusert, og denne nedgangen fortsatte også i tredje kvartal 2014. Nedgangen i kredittspreader har ført til at kredittobligasjoner har hatt en bedre avkastningsutvikling enn statsobligasjoner.



**Kredittutviklingen i det norske obligasjonsmarkedet** for obligasjoner med 5 års løpetid viser en fallende trend som fortsatte utover i tredje kvartal 2014.

Tall fra Norsk Tillitsmann viser at det ble utstedt obligasjons- og sertifikatlån for 91 milliarder kroner i løpet av kvartalet i det norske obligasjonsmarkedet (norske utstedere). For norske selskaper (private) var emisjonsnivået i kvartalet på 20 milliarder kroner, som er noe lavere enn snittet for 2013.

Renteporteføljen i Statens pensjonsfond Norge fikk i tredje kvartal en avkastning på 1,2 prosent. Det var 0,1 prosentpoeng bedre enn referanseindeksens avkastning. Avkastningen per 30.09. for renteporteføljen var på 5,8 prosent, og det er 0,6 prosentpoeng bedre enn referanseindeksens avkastning.

Norske obligasjoner utgjør om lag 85 prosent av både porteføljen og referanseindeksen. Avkastningen for de norske utstederne i renteporteføljen ble 1,5 prosent i kvartalet, og dette er 0,2 prosentpoeng bedre enn referanseindeksen. Svenske, danske og finske obligasjoner utgjør de siste 15 prosentene. Avkastningen for nordiske obligasjoner ble -0,7 prosent, noe som er marginalt svakere enn referanseindeksen for nordiske obligasjoner.

Porteføljen har et høyere innslag av kredittobligasjoner enn det referanseindeksen har, både målt som andel private papirer og målt ved kredittkvalitet (rating). Folketrygdfondet vil i sin forvaltning av Statens pensjonsfond Norge ta noe høyere kreditteksponering enn referanseindeksen i perioder med markedsuro og/eller høye risikopremier. Det har også vært tilfelle i tredje kvartal, og dette forklarer i hovedsak hele differanseavkastningen på 0,1 prosentpoeng.

Renteporteføljen hadde en rentedurasjon på 4,7 år og et rentenivå på 2,9 prosent ved utgangen av kvartalet. Rentedurasjonen for porteføljen er på samme nivå som for referanseindeksen. Tilsvarende er varighet for kreditter (kredittdurasjon) i porteføljen på 2,3 år, som er lavere enn referanseindeksens 2,7 år. Lavere kredittdurasjon i porteføljen enn i referanseindeksen innebærer isolert sett at porteføljen er mindre eksponert for en generell økning i kredittspreader enn det referanseindeksen er. I kvartalet har dette ført til mindre bidrag fra nedgangen i kredittspreader for porteføljen enn for referanseindeksen. Det er derfor lavere statsandel og høyere løpende kredittpåslag i porteføljen enn for referanseindeksen som forklarer den positive differanseavkastningen.

## RENTEPORTEFØLJEN

Avkastning per sektor, tall i prosent, 3. kvartal 2014

	Avkastning lokal valuta	Andel av rente- porteføljen
Stat	1,7	26,6
Statsrelatert	0,8	3,3
Kommune	0,5	2,2
Bank/Finans	0,8	49,7
Industri	1,1	18,4
Kraft	0,8	4,6
	Avkastning i norske kroner	Andel av rente- porteføljen
<b>Renteporteføljen samlet</b>	<b>1,2</b>	<b>100</b>
Norsk del	1,5	85,2
Nordisk del	-0,7	14,8

## RENTEPORTEFØLJEN

Største obligasjons- og sertifikatbeholdninger per 30.09.2014

	Beholdning i millioner kroner	Andel av rente- porteføljen i prosent
Norsk stat	15 720	21,1
DNB Boligkreditt	3 616	4,9
SpareBank 1 Boligkreditt	2 990	4,0
Statoil	2 222	3,0
Eika Boligkreditt	2 172	2,9
Finsk stat	1 788	2,4
Nordea Eiendomskreditt	1 749	2,4
Dansk stat	1 488	2,0
Telenor	1 215	1,6
SpareBank 1 SR-Bank	1 072	1,4

Ved utgangen av kvartalet var renteporteføljen investert i lån utstedt av 232 ulike utstedere. De ti største utstederne utgjorde 45,8 prosent av delporteføljen.

## AVKASTNING OVER TID

Både kapitalen og investeringsstrategien til Statens pensjonsfond Norge har en lang tidshorison. Resultatene bør derfor evalueres over lengre tidsperioder enn kvartaler og enkeltår. Vi velger derfor å presentere avkastningstall ikke bare for det siste kvartalet, men også for siste fem og ti år. I tillegg viser vi avkastningen siden 1998.

## AVKASTNING 1998\* – 3. KVARTAL 2014, STATENS PENSJONSFOND NORGE

Tall i prosent

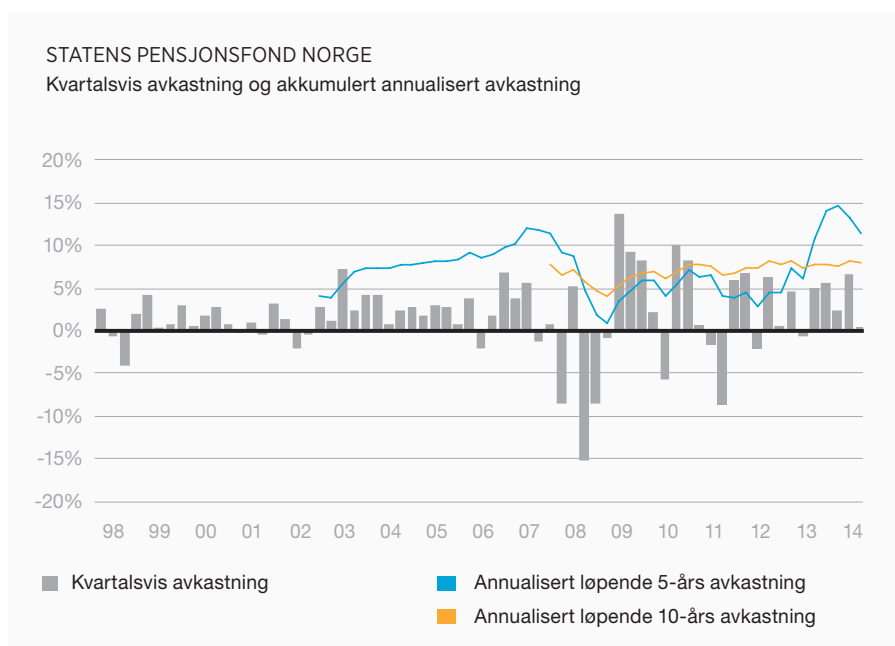
	3. kv. 2014	2014 per 30.09.	siste 5 år	siste 10 år	siden 01.01.98*
Statens pensjonsfond Norge	0,38	9,75	11,30	7,99	7,40
Differanseavkastning	0,79	1,14	0,56	0,73	0,48
Differanseavkastning fratrukket forvaltningskostnader	0,78	1,08	0,48	0,66	0,43
Relativ volatilitet**	0,38	0,50	0,61	1,28	1,27
Informasjonsrate (IR)***	2,10	0,70	0,81	0,48	0,31
Aksjeporteføljen	-0,18	11,97	13,91	11,15	8,27
Differanseavkastning	1,24	1,57	0,31	0,57	1,34
Relativ volatilitet**	0,60	0,78	1,06	2,69	3,67
Informasjonsrate (IR)***	2,06	1,78	0,21	0,08	0,26
Renteporteføljen	1,21	5,74	6,54	5,83	6,12
Differanseavkastning	0,12	0,58	1,00	0,60	0,23
Relativ volatilitet**	0,22	0,22	0,54	0,74	0,79
Informasjonsrate (IR)***	0,57	2,54	1,75	0,77	0,27

\* 1998 er valgt som oppstartstidspunkt fordi avkastningstallene fra dette tidspunktet er GIPS®-verifisert. Avkastningen er geometrisk sammenvektet og er for flerårsperiodene vist som årlig avkastning. Differanseavkastningen er beregnet som forskjellen mellom porteføljens geometriske avkastning og referanseindeksens geometriske avkastning for tilsvarende periode.

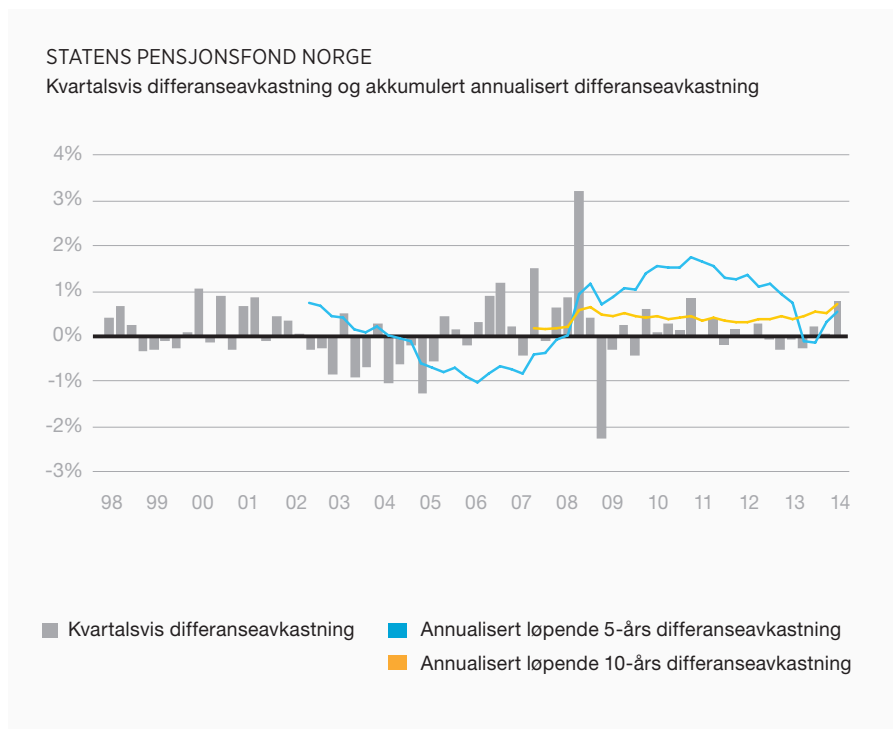
\*\* Relativ volatilitet er annualisert standardavvik til differanseavkastningen.

\*\*\* IR er et mål på risikjustert avkastning. IR er her beregnet som forholdstallet mellom fondets gjennomsnittlige aritmetiske differanseavkastning (uten geometrisk sammenvektning) og fondets faktiske relative volatilitet. IR viser den relative avkastningen per risikoenhhet.

Den kvartalsvise avkastningen for Statens pensjonsfond Norge varierer over tid. Etter at aktivasammensetningen ble endret i 2007, slik at aksjeandelen ble økt fra 20 prosent til 60 prosent, har variasjonen også økt. Variasjonene har vært størst under og i tiden rett etter finanskrisen. For de siste ti årene har annualisert avkastning vært 8,0 prosent.



Avkastningen til Statens pensjonsfond Norge var i 3. kvartal 2014 på 0,4 prosent. Annualisert avkastning siste 10 år var på 8,0 prosent og for siste 5 år var annualisert avkastning på 11,3 prosent per 30.09.2014.



**Folketrygdfondet** har som målsetning at forvaltningen av Statens pensjonsfond Norge skal gi en årlig meravkastning over tid på 0,4 prosentpoeng. Annualisert løpende 10-års meravkastning var 0,7 prosentpoeng. For kortere tid ser vi at annualisert løpende 5-års meravkastning var 0,6 prosentpoeng per 30.09.2014.

Differanseavkastningen (annualisert) for Statens pensjonsfond Norge de siste ti år er 0,7 prosentpoeng. For hele perioden etter 1998 er differanseavkastningen på 0,5 prosentpoeng (annualisert). For siste fem år er differanseavkastningen 0,6 prosentpoeng (annualisert).

## RISIKOSTYRING

I forvaltningen av Statens pensjonsfond Norge er det en rekke risikotyper Folketrygdfondet må forholde seg til. Flere av risikotypene følger direkte av investeringsaktivitetene, som markedsrisiko, kredittrisiko og motpartsrisiko. I risikostyringen arbeider vi også aktivt med å identifisere og gjennomføre tiltak for å redusere og kontrollere operasjonell risiko.

### Etterlevelse av rammer

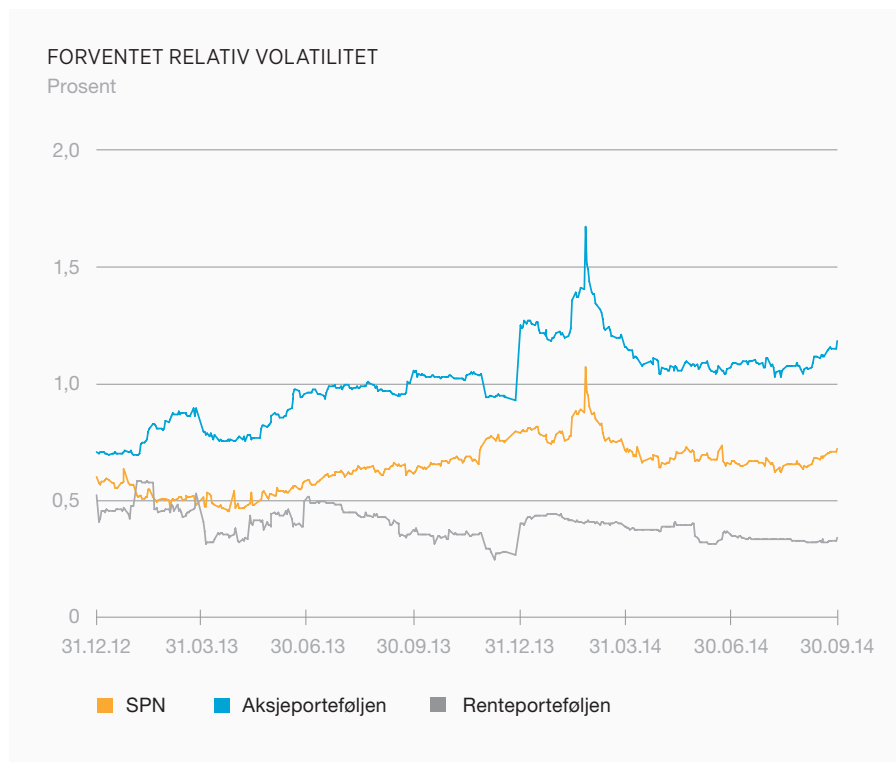
I tredje kvartal ble det avdekket et brudd i forhold til mandatet fastsatt av departementet ved at det ble kjøpt obligasjoner i et datterselskap av et finsk selskap, hvor datterselskapet er hjemmehørende i Nederland. Bruddet ble oppdaget og korrigert samme dag ved salg av de samme obligasjonene. Bruddet medførte ikke tap for Statens pensjonsfond Norge.

### Markedsrisiko

Gjennom mandatet har Finansdepartementet fastsatt en ramme for forventet relativ volatilitet på 3 prosent. Forventet relativ volatilitet er størst for aksjeporteføljene. Gjennom investeringer i ulike markeder oppnår Statens pensjonsfond Norge diversifiseringseffekter. Det vil si at risikoen for Statens pensjonsfond Norge er lavere enn summen av den vektete risikoen for aksje- og renteporteføljen. Figuren for forventet volatilitet viser at risikoen varierer over tid. Variasjonene oppstår som følge av markedsendringer og den aktive forvaltningen.

I løpet av tredje kvartal har forventet relativ volatilitet for Statens pensjonsfond Norge økt marginalt, fra 0,66 prosent ved inngangen til kvartalet til 0,72 prosent ved utgangen av kvartalet.

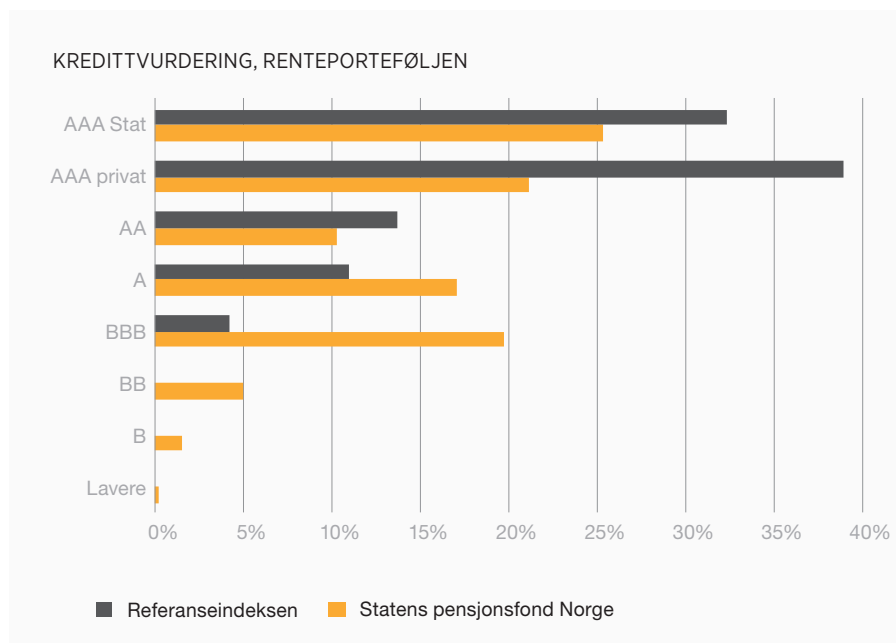




**Relativ volatilitet** er et mål for hvor mye avkastningen antas å avvike fra avkastningen til referanseindeksen. Avvikene innenfor aksjeporteføljen gir opphav til mesteparten av den relative risikoen i porteføljen. Nivået på relativ volatilitet er omtrent likt som i andre kvartal.

**Kredittrisiko**

Folketrygdfondet har etablert kredittrammer for de ulike utstederne av kredittobligasjoner som blant annet avhenger av kredittkvaliteten til den enkelte utsteder. Kredittkvaliteten måles i form av kredittrating.



**Renteporteføljen** har mindre innslag av obligasjoner med de beste kredittvurderingene enn referanseindeksen har. Karacterskalaen går fra AAA til D (Default). Karakter på BBB eller bedre anses å være "investment grade".

I renteporteføljen er det 7 prosent som har en kredittkarakter på BB eller svakere, men av disse er det om lag 5 prosentpoeng som markedet priser som høyrenteobligasjoner. I referanseindeksen inngår utelukkende lån med karakter BBB eller bedre.

## NØKKELTALL FOR RISIKO OG EKSPONERING (ALLE TALL I PROSENT)

Ramme fastsatt av Finansdepartementet	Grense	Faktisk				
		30.09.14	30.06.14	31.03.14	31.12.13	30.09.13
Markedsrisiko	Forventet relativ volatilitet skal ikke overstige 3 prosentpoeng	0,72	0,66	0,71	0,79	0,61
Kreditrisiko	Høyrisikoobligasjoner skal ikke utgjøre mer enn 25 prosent av privat del av obligasjonsporteføljen	8,81	9,40	10,81	13,23	13,52
Aktivafordeling*	Nettoeksponering aksjer 50–70 prosent av totalporteføljen	59,68	62,26	62,99	62,63	60,89
Eierandel norske selskaper	Maksimalt 15 prosent eierandel	10,51	10,51	10,51	11,04	11,04
Eierandel nordiske selskaper	Maksimalt 5 prosent eierandel	1,14	1,14	1,14	1,14	1,14
<b>Supplerende rammer fastsatt av Folketrygdfondets styre**</b>	<b>Grense</b>	<b>Faktisk</b>				
		30.09.14	30.06.14	31.03.14	31.12.13	30.09.13
Aktivafordeling*	Bruttoeksponering aksjeporteføljene 50–70 prosent av totalporteføljen	59,68	62,26	62,99	62,63	60,89
Aktivafordeling*	Bruttoeksponering renteporteføljene 30–50 prosent av totalporteføljen	43,18	40,28	39,79	39,67	41,29
Markedsrisiko	Minste sammenfall norsk aksjeportefølje minimum 60 prosent	91,59	91,80	92,28	91,39	92,39
Markedsrisiko	Minste sammenfall nordisk aksjeportefølje minimum 60 prosent	87,05	86,27	86,90	85,05	83,73
Markedsrisiko	Minste sammenfall valutaeksponering minimum 99 prosent	99,98	99,85	99,95	99,90	99,89
Kreditrisiko	Maksimal eksponering mot enkeltutsteder med rating lavere enn BBB-					
	– for kommuner og selskaper med tilknytning til nasjonalstat 5 prosent	1,69	1,73	1,85	1,87	1,87
	– for selskaper innenfor kraftbransjen 3,7 prosent	0,26	0,27	0,31	0,60	0,60
	– for selskaper innenfor finanssektoren 1,6 prosent	0,00	0,00	0,00	0,28	0,28
	– for andre selskaper 1,4 prosent	0,72	0,78	0,83	0,83	0,87
Likvide instrumenter	Minimum 10 prosent av porteføljen i likvide instrumenter	14,99	13,98	15,69	13,54	20,66
Belåning*	Maksimalt 5 prosent av NAV	2,86	2,54	2,78	2,30	2,18
Utlån	Maksimalt 20 prosent av NAV for aksjeporteføljene	12,32	10,81	7,40	8,28	9,98
Motpartsrisiko***	Maksimal potensiell motpartseksponering skal ikke overstige 0,75 prosent av NAV mot enkelt motpart	0,73	0,69	0,75	0,64	0,74
Motpartsrisiko***	Maksimal potensiell motpartseksponering for BBB+ utsteder skal ikke overstige 0,20 prosent av NAV for en enkelt motpart	0,17	0,00	0,00	0,00	0,00

\* Nettoeksponering mot aksjer er definert som markedsverdien av aksjeporteføljene inkludert kontantposisjoner som tilhører aksjeporteføljene. Bruttoeksponering og nettoeksponering mot aksjeporteføljene er nær identiske som følge av at derivatposisjonen i aksjeporteføljen er liten. For renteporteføljene er bruttoeksponering justert for tilfeller hvor verdipapirer, inkludert rentebytteavtaler og gjeldsposisjoner, i sum gir opphav til en shortposisjon mot kort rentebinding, og tilfeller hvor verdipapirer inkludert valutaderivater gir opphav til shortposisjon mot enkeltvalutaer. Begrepet belåning er definert som nettoverdi av kontantinstrumenter og reinvestering av kontantsikkerhet. Med kontantinstrumenter forstås følgende instrumenter med løpetid ikke lengre enn 1 måned: kontanter, statskasseveksler, innskudd, lån, fordringer, kortsiktig gjeld samt gjenkjøps- og gjensalgavtaler. Samlet bruttoeksponering for aksjer og renter vil være større enn 100 i tilfeller hvor begrepet nettobelåning er større enn 0, og/eller i tilfeller med shortposisjoner mot kort rentebinding, enkeltvalutaer eller aksjer.

\*\* De supplerende rammene fastsatt av Folketrygdfondets styre ble gjort gjeldende fra 01.10.2011 og ble sist endret med virkning fra 19.06.2014.

\*\*\* Dersom motpartseksponeringen ved slutten av en dag overstiger rammen, skal eksponeringen reduseres første påfølgende handledag.