

# Folketrygdfondet

Halvårsrapport 2008

Folketrygdfondet forvalter  
Statens pensjonsfond – Norge



# KREVENDE, VOLATILE FINANSMARKEDER

i første halvår 2008

- **Resultat minus 4,3 mrd. kroner – minus 3,6 prosent avkastning**
- **Avkastning 0,4 prosentpoeng bedre enn referanseporteføljen, tilsvarende 501 mill. kroner**
- **Folketrygdfondet særlovselskap fra 1. januar 2008**
- **Nye plasseringsrammer og forvaltningsmandat**

Første halvår 2008 har vært preget av svak utvikling i finansmarkedene. Dette har resultert i et negativt resultat for Statens pensjonsfond – Norge på 4,3 mrd. kroner, tilsvarende en avkastning på -3,6 prosent. Robuste porteføljer bidro imidlertid til at avkastningen ble 0,4 prosentpoeng bedre enn referanseporteføljen som Finansdepartementet har fastsatt. Folketrygdfondet har således gjennom forvaltningen fått et resultat som er 501 mill. kroner bedre enn referanseporteføljen.

Svak utvikling i aksjemarkedene er årsaken til det negative resultatet. God sammensetning av aksjeporteføljene har imidlertid medført at Folketrygdfondet i sitt forvaltningsarbeid fortsatt oppnår meravkastning i forhold til referanseporteføljene. Avkastningen for den norske aksjeporteføljen ble minus 4,7 prosent, noe som er 0,9 prosentpoeng bedre enn avkastningen til referanseporteføljen (hovedindeksen på Oslo Børs). Den årlige gjennomsnittlige avkastningen for norske aksjer siste 10 år er 1,4 prosentpoeng bedre enn referanseporteføljen.

Den nordiske aksjeporteføljen hadde en negativ avkastning på 17,2 prosent. Dette var likevel en avkastning som var 1,2 prosentpoeng bedre enn referanseporteføljens avkastning på minus 18,4 prosent.

Avkastningen på renteporteføljen var preget av stigende renter og økte kredittmarginer, hvilket førte til fall i obligasjonskursene. Den norske renteporteføljen hadde en avkastning på 0,5 prosent og den nordiske renteporteføljen en avkastning på 0,2 prosent. Den norske renteporteføljenes avkastning var 0,4 prosentpoeng lavere enn referanseporteføljens avkastning, mens den nordiske renteporteføljen hadde en avkastning på linje med referanseporteføljen. Differanseavkastningen for den norske renteporteføljen skyldes at kredittobligasjoner ikke er inkludert i referanseporteføljen, men inngår i den faktiske porteføljen. Referanseporteføljen vil bli endret, og kredittobligasjoner inkludert i andre halvår 2008.

Fra 1. januar 2008 er Folketrygdfondet etablert som særlovselskap. Sammen med det øvrige regelverket tydeliggjøres skillet mellom organisasjonen Folketrygdfondet som kapitalforvalter og Statens pensjonsfond – Norge, som er plassert som et innskudd i Folketrygdfondet. Det nye rammeverket gir utvidede investeringsmessige rammebetingelser og gjør Folketrygdfondet til en mer rendyrket finansiell forvalter. Det er inngått en forvaltningsavtale mellom Finansdepartementet og Folketrygdfondet. I denne er blant annet prinsippene for den godtgjørelse Folketrygdfondet mottar for forvaltningsarbeidet fastsatt.

Folketrygdfondet gjennomfører nå en omfattende prosess for å tilpasse organisasjonen og systemene til nye rammebetingelser og nye og høyere krav til styrings-, kontroll- og forvaltningssystemer som følge av målsettingen om at forvaltningen skal skje etter beste internasjonale praksis. Dette innebærer betydelige investeringer i risikostyringssystemer, infrastruktur og systemløsninger. I tillegg styrkes organisasjonen gjennom bemanningsøkning.

Oslo, 13. august 2008  
Styret i Folketrygdfondet



# NØKKELTALL FØRSTE HALVÅR 2008

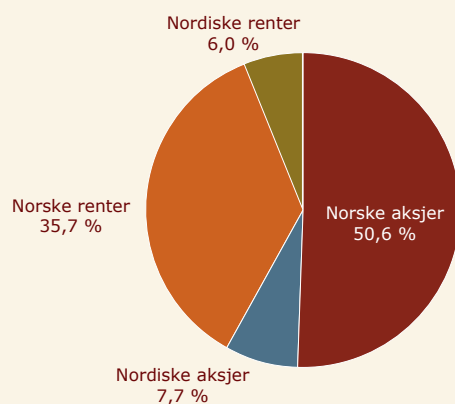
		30.06.08	30.06.07	31.12.07
<b>Resultat/avkastning</b>				
Verdikorrigert resultat	mill. kroner	-4 259	10 705	10 409
Avkastning totalporteføljen	prosent	-3,60	10,02	9,79
Referanseindeks totalportefølje	prosent	-4,02	8,59	7,23
Avkastning norsk aksjeportefølje	prosent	-4,73	18,30	16,43
OSEBX - avkastning	prosent	-5,58	15,42	11,46
Avkastning nordisk aksjeportefølje	prosent	-17,20	10,80	2,99
VINX - avkastning	prosent	-18,36	10,21	0,42
Avkastning norsk renteportefølje	prosent	0,52	-0,66	2,96
Referanseindeks norsk renteportefølje - avkastning	prosent	0,97	-0,66	3,23
Avkastning nordisk renteportefølje	prosent	0,18	-1,04	2,54
Referanseindeks nordisk renteportefølje - avkastning	prosent	0,17	-0,99	2,67

## Markedsverdier

Norske aksjer	mill. kroner	58 466	63 378	60 253
	prosent	50,6	53,3	51,6
Nordiske aksjer	mill. kroner	8 867	10 541	9 831
	prosent	7,7	8,9	8,4
Norske rentepapirer	mill. kroner	41 232	40 901	39 940
	prosent	35,7	34,4	34,2
Nordiske rentepapirer	mill. kroner	6 986	4 106	6 822
	prosent	6,0	3,4	5,8
Kapitalen i Statens pensjonsfond - Norge	mill. kroner	113 088	117 645	117 347

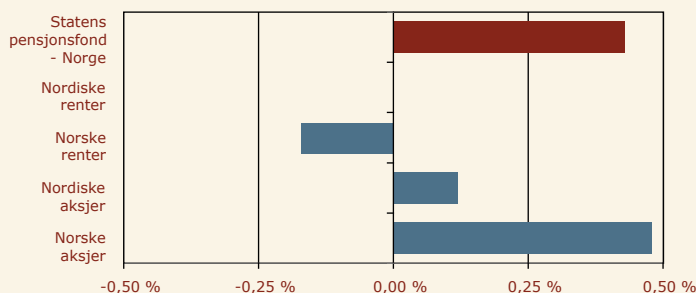
## Porteføljens sammensetning per 30.06.08

Som det fremgår av diagrammet var omlag 58 prosent av porteføljen plassert i aksjer, og 42 prosent i rentebærende papirer.



## Bidrag til meravkastning 1. halvår 2008

Bedre avkastning for den norske aksjeporteføljen enn for hovedindeksen på Oslo Børs gir isolert et bidrag til meravkastningen for Statens pensjonsfond - Norge (SPN) på 0,48 prosentpoeng. Svakere avkastning for den norske renteporteføljen enn referanseporteføljen for norske renter bidrar negativt til meravkastningen for SPN med 0,17 prosentpoeng. Sammen med god meravkastning for nordiske aksjer gir dette en meravkastning for hele SPN på 0,43 prosentpoeng.



# STATENS PENSJONSFOND – NORGE

## Resultatregnskap

Mill. kroner	Noter	30.06.08	30.06.07	31.12.07
<b>INNETEKTER</b>				
<b>Renteplasseringer</b>				
Renteinntekter	2	1 208	1 066	2 225
Realiserte verdipapirgevinster/-tap	4	-318	-279	-178
Andre inntekter	5	-49	-3	-69
<b>Realiserte inntekter renteplasseringer</b>		<b>841</b>	<b>784</b>	<b>1 978</b>
Endring urealiserte verdipapirgevinster/-tap		-572	-1 011	-700
<b>Verdikorrigerede inntekter renteplasseringer</b>		<b>269</b>	<b>-227</b>	<b>1 278</b>
<b>Aksjeplasseringer</b>				
Utbytte	3	2 287	1 924	2 018
Realiserte verdipapirgevinster/-tap	4	1 060	3 483	5 335
Andre inntekter	5	23	-14	-14
<b>Realiserte inntekter aksjeplasseringer</b>		<b>3 370</b>	<b>5 393</b>	<b>7 339</b>
Endring urealiserte verdipapirgevinster/-tap		-7 862	5 562	1 845
<b>Verdikorrigerede inntekter aksjeplasseringer</b>		<b>-4 492</b>	<b>10 955</b>	<b>9 184</b>
<b>KOSTNADER</b>				
Forvaltningskostnader		36	23	53
<b>Administrasjons- og forvaltningskostnader</b>		<b>36</b>	<b>23</b>	<b>53</b>
<b>VERDIKORRIGERT RESULTAT *</b>		<b>-4 259</b>	<b>10 705</b>	<b>10 409</b>
* hvorav realisert resultat beløper seg til		4 175	6 154	9 265

## Balanse

Mill. kroner	Noter	30.06.08	30.06.07	31.12.07
<b>EIENDELER</b>				
<b>Renteplasseringer</b>				
Norsk renteportefølje	7	41 232	40 832	39 690
Nordisk renteportefølje	7	6 986	4 175	7 067
<b>Markedsverdi renteplasseringer</b>		<b>48 218</b>	<b>45 007</b>	<b>46 757</b>
<b>Aksjeplasseringer</b>				
Norsk aksjeportefølje	6	58 466	63 378	60 253
Nordisk aksjeportefølje	6	8 867	10 541	9 831
<b>Markedsverdi aksjeplasseringer</b>		<b>67 333</b>	<b>73 919</b>	<b>70 084</b>
Andre fordringer	9	15	154	720
Driftsmidler		0	3	4
<b>Sum eiendeler</b>		<b>115 566</b>	<b>119 083</b>	<b>117 565</b>
<b>EGENKAPITAL OG GJELD</b>				
Statens pensjonsfond - Norge, kapital	10	113 088	117 645	117 347
Gjeld	9	2 478	1 438	218
<b>Sum egenkapital og gjeld</b>		<b>115 566</b>	<b>119 083</b>	<b>117 565</b>
<b>Poster utenom balansen</b>				
Finansielle derivater/Valutasikringsinstrumenter	8	10 185	21 359	20 750

# NOTER TIL REGNSKAPET

Alle tall i notene er i hele millioner kroner

## NOTE 1 – REGNSKAPSPRINSIPPER

Statens pensjonsfond - Norges (SPN) regnskap er ikke direkte underlagt regnskapsloven, men skal i henhold til Retningslinjer for forvaltningen av Statens pensjonsfond - Norge avlegges etter de samme prinsipper som Folketrygdfondets regnskap. SPNs regnskap er utarbeidet i samsvar med den oppstillingsplan som følger av forskrift om årsregnskap for verdipapirfond. For nærmere utdyping av SPNs regnskapsprinsipper, se [www.ftf.no](http://www.ftf.no).

### Finansielle instrumenter

Alle finansielle instrumenter, som omfatter aksjer, obligasjoner, sertifikater og derivater, vurderes til virkelig verdi i samsvar med regnskapsloven § 5-8. Verdiendringer føres over resultatet.

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

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 indeksleverandør. For plasseringer hvor slik kurs ikke foreligger brukes annen tilgjengelig kurs eller kurs basert på swaprenter og kredittpåslag.

## NOTE 2 – RENTEINTEKTER

	30.06.08	30.06.07
Norske renteplasseringer	1 135	974
Renteswap Norge - netto	-92	35
Nordiske renteplasseringer	165	57
Andre renteinntekter	0	0
<b>Sum</b>	<b>1 208</b>	<b>1 066</b>

## NOTE 3 – UTBYTTE

	30.06.08	30.06.07
Norske aksjeplasseringer	1 986	1 671
Nordiske aksjeplasseringer	353	297
Kildeskatt på utbytte	-52	-44
<b>Sum</b>	<b>2 287</b>	<b>1 924</b>

## NOTE 4 – REALISERTE VERDIPAPIRGEVINSTER/-TAP

	30.06.08	30.06.07
Norske renteplasseringer	-63	-242
Nordiske renteplasseringer	-25	-2
Valutasikringsinstrumenter	0	-35
Terminkontrakter	-230	0
Norske aksjeplasseringer	1 158	1 516
Nordiske aksjeplasseringer	-97	1 967
<b>Sum</b>	<b>742</b>	<b>3 204</b>

## NOTE 5 – ANDRE INNTEKTER

	30.06.08	30.06.07
Garantiprovisjon ved aksje- og obligasjonsemisjoner	0	0
Utlån av aksjer	14	2
Ekstraordinære inntekter	5	11
Agio/disagio (valutainnskudd bank)	-45	-30
<b>Sum</b>	<b>-26</b>	<b>-17</b>

## NOTE 6 – AKSJER

Urealiserte verdipapirgevinster per 30. juni 2008 fordeler seg som følger:

<i>Mill. kroner</i>	<i>Kostpris</i>	<i>Markeds- verdi</i>	<i>Urealisert gev./tap 2008</i>	<i>Urealisert gev./tap 2007</i>	<i>Endring ureal. gev./tap hittil i år</i>
Norske aksjeplasseringer	34 078	58 466	24 388	30 171	-5 783
Nordiske aksjeplasseringer	9 035	8 867	-168	1 911	-2 079
<b>Sum aksjer</b>	<b>43 113</b>	<b>67 333</b>	<b>24 220</b>	<b>32 082</b>	<b>-7 862</b>

### Aksjporteføljene fordelt på sektor til markedsverdi

	<i>Norge</i>	<i>Norden</i>	<i>Totalt</i>
Energi	24 673	222	24 895
Materialer	10 557	584	11 141
Industri	10 112	2 134	12 246
Forbruksvarer	1 189	735	1 924
Konsumentvarer	1 155	314	1 469
Helsevern	221	830	1 051
Finansielle tjenester	4 036	1 655	5 691
Informasjonsteknologi	1 356	1 694	3 050
Telekommunikasjon og tjenester	5 167	455	5 622
Forsyningsselskaper	0	244	244
<b>Sum totalt</b>	<b>58 466</b>	<b>8 867</b>	<b>67 333</b>

## NOTE 7 – RENTEPLASSERINGER

Folketrygdfondet investerer i obligasjoner med norsk, dansk, svensk eller finsk utsteder i forvaltningen av Statens pensjonsfond – Norge. Det er ikke investert i syntetiske obligasjoner eller i kredittderivater. I den norske renteporteføljen er det investert et mindre beløp i obligasjoner hvor den underliggende risikoen er knyttet til Collateralised Debt Obligations, CDOer, tilsvarende 0,3 prosent av verdien til den norske renteporteføljen.

Den ikke-statlige delen av obligasjonsporteføljene er investert i ordinære obligasjoner, ansvarlige lån og fondsobligasjoner. Investeringene i ansvarlige lån og fondsobligasjoner utgjør 5,4 prosent av den norske obligasjonsporteføljen og 6,2 prosent av den nordiske obligasjonsporteføljen. Investeringene i ansvarlige lån og fondsobligasjoner i den norske obligasjonsporteføljen er foretatt i 1. halvår 2008 etter at kredittpremiene for slike lån hadde økt betydelig. Den norske renteporteføljen er derfor ikke rammet av verdifall per 30.06.08 på ansvarlig lån og fondsobligasjoner. Den nordiske renteporteføljen har derimot blitt rammet av utgangen i kredittpremier for ansvarlige lån og fondsobligasjoner.

I verdsettelsen av obligasjonsporteføljene benyttes kurser fra indekssleverandøren Lehman Brothers for lån som inngår i renteindeksen Lehman Global Aggregate. For andre lån innhentes det prisanslag fra banker, meglerforetak og per 31.12 fra de norske ligningskursene. I de tilfeller hvor det ikke foreligger prisinformasjon om de enkelte verdipapir, estimeres verdien basert på informasjon om verdipapirer med tilsvarende egenskaper med hensyn til kredittkvalitet, løpetid, valuta og andre kriterier (indirekte prising). Folketrygdfondet bruker også prisinformasjon fra egne transaksjoner og nytstedelser som det ikke deltar i. Det gjennomføres løpende vurdering av godheten av prisingen, slik at denne skal gi et pålitelig grunnlag for den løpende verdsettelsen. For illikvide norske obligasjoner brukes også de årlige ligningskursene i vurderingen av den indirekte prisingen. Per 30.06.08 var nær 100 prosent av den nordiske obligasjonsporteføljen priset direkte med kurs hentet fra indekssleverandør eller Bloomberg. For den norske obligasjonsporteføljen var på samme tidspunkt 28,2 prosent priset direkte, mens 71,8 prosent var priset indirekte.

Urealiserte verdipapirgevinster per 30. juni 2008 fordeler seg som følger:

<i>Mill. kroner</i>	<i>Kostpris</i>	<i>Markeds- verdi</i>	<i>Urealiserte gev./tap 2008</i>	<i>Urealiserte gev./tap 2007</i>	<i>Endring ureal. gev./tap hittil i år</i>
Norske renteplasseringer	38 892	37 920	-972	-581	-391
Opptjente ikke forfalte renter	626	626	0	0	0
Nordiske renteplasseringer	6 838	6 518	-319	-268	-51
Opptjente ikke forfalte renter	133	133	0	0	0
Renteswap Norge	0	-433	-433	-316	-117
Valutasikringsinstrumenter	0	-15	-15	0	-15
Bankinnskudd	3 466	3 468	2	0	2
<b>Sum renteplasseringer</b>	<b>49 955</b>	<b>48 218</b>	<b>-1 737</b>	<b>-1 165</b>	<b>-572</b>

<b>Renteplasseringer til markedsverdi inklusiv påløpte renter fordelt på:</b>	<i>Norge</i>	<i>Norden</i>	<i>Totalt</i>
Stat	9 211	2 691	11 902
Finans	20 704	2 781	23 485
Industri	8 423	601	9 024
Kommune	0	580	580
Swap	-239	0	-239
Bank	3 133	333	3 466
<b>Sum renteplasseringer Norge</b>	<b>41 232</b>	<b>6 986</b>	<b>48 218</b>

#### NOTE 8 – POSTER UTENOM BALANSEN

			<i>30.06.08</i>	<i>31.12.07</i>
Poster utenom balansen består av:				
	Nominell verdi	Renteswap	Valutasikrings-	
	NOK	10 200	instrumenter	
Finansielle derivater/valutasikringsinstrumenter			-15	10 185
Urealisert gevinst/tap på derivater			-433	20 750
FX-forretninger er inngått i følgende valutapar:	SEK/NOK, DKK/NOK, EUR/NOK, USD/NOK og GBP/NOK			

#### NOTE 9 – ANDRE FORDRINGER OG ANNEN GJELD

	<i>30.06.08</i>	<i>31.12.07</i>
Uoppgjorte verdipapirhandler	0	709
Påløpt utbytte	2	2
Refunderbar skatt	6	3
Diverse fordringer	7	1
<b>Sum andre fordringer</b>	<b>15</b>	<b>715</b>
Utlån obligasjoner (Repo)	2 176	209
Uoppgjorte verdipapirhandler	302	0
Div. gjeld (skattetrekk, Statens Pensjonskasse etc.)	0	7
<b>Sum annen gjeld</b>	<b>2 478</b>	<b>216</b>

#### NOTE 10 – STATENS PENSJONSFOND - NORGES KAPITAL

Statens pensjonsfond - Norges kapital per 1. januar 2008	117 347
Verdikorrigert resultat	-4 259
Statens pensjonsfond - Norges kapital per 30. juni 2008	113 088

# FOLKETRYGDFONDET – SÆRLOVSELSKAP

## Resultatregnskap

Tall i tusen kroner	Noter	30.06.08	
<b>INNETEKTER</b>			
Forvaltningshonorar	2	35 681	
<b>Sum inntekter</b>		<b>35 681</b>	
<b>KOSTNADER</b>			
Personalkostnader	3	-13 833	
Andre driftskostnader	4	-21 808	
<b>Sum driftskostnader</b>		<b>-35 641</b>	
<b>Finansposter</b>			
Renteinntekter	5	761	
Gebyrer		-40	
<b>Sum finansposter</b>		<b>721</b>	
<b>Resultat</b>		<b>761</b>	

## Balanse

Tall i tusen kroner	Noter	30.06.08	Åpningsbalanse 01.01.08
<b>EIENDELER</b>			
<b>Anleggsmidler</b>			
Driftsmidler		4 125	3 786
<b>Sum anleggsmidler</b>		<b>4 125</b>	<b>3 786</b>
<b>Omløpsmidler</b>			
Fordringer		2 395	268
Bankinnskudd etc.		26 092	5 232
Plassering for Statens pensjonsfond - Norge	6	113 088 030	117 347 093
<b>Sum omløpsmidler</b>		<b>113 116 517</b>	<b>117 352 593</b>
<b>Sum eiendeler</b>		<b>113 120 642</b>	<b>117 356 379</b>
<b>EGENKAPITAL OG GJELD</b>			
<b>Egenkapital</b>			
Egenkapital		20 000	0
Annen innskutt kapital		2 701	2 701
<b>Sum egenkapital</b>		<b>22 701</b>	<b>2 701</b>
<b>Opptjent egenkapital</b>			
Annen egenkapital		761	0
<b>Sum opptjent egenkapital</b>		<b>761</b>	<b>0</b>
<b>Gjeld</b>			
<b>Avsetning for forpliktelser</b>			
Pensjonsforpliktelser	3	0	0
<b>Sum avsetning for forpliktelser</b>		<b>0</b>	<b>0</b>
<b>Kortsiktig gjeld</b>			
Innskudd konto Statens pensjonsfond - Norge	6	113 088 030	117 347 093
Leverandørgjeld		1 507	1 121
Skyldige offentlige avgifter		1 692	1 947
Annen kortsiktig gjeld	7	5 951	3 517
<b>Sum kortsiktig gjeld</b>		<b>113 097 180</b>	<b>117 353 678</b>
<b>Sum egenkapital og gjeld</b>		<b>113 120 642</b>	<b>117 356 379</b>



# NOTER TIL REGNSKAPET

## NOTE 1 – REGNSKAPSPRINSIPPER

Folketrygdfondets regnskap er avlagt i henhold til Lov 17. juli 1998 nr. 56 om årsregnskap m.v., tilhørende forskrifter og god regnskapsskikk i Norge. For nærmere utdyping av Folketrygdfondets regnskapsprinsipper, se [www.ftf.no](http://www.ftf.no)

## NOTE 2 – FORVALTNINGSHONORAR

Folketrygdfondets inntekter består av godtgjørelse for forvaltningen av Statens pensjonsfond - Norge, og følger av forvaltningsavtale inngått 19. desember 2007. Godtgjørelsen skal dekke de utgifter Folketrygdfondet har ved forvaltningen av fondet, og inntektsføres i takt med påløpte kostnader.

## NOTE 3 – PERSONALKOSTNADER

*I tusen kroner*

Godtgjørelse styre	522
Lønn	10 298
Pensjonskostnader	1 336
Sosiale utgifter	1 677
<b>Sum personalkostnader</b>	<b>13 833</b>

Folketrygdfondet har en ytelsesbasert pensjonsordning i Statens Pensjonskasse. Ordningen er en flerforetaksplan og regnskapsføres som en innskuddsbasert pensjonsordning i samsvar med NRS 6. Når tilstrekkelig informasjon foreligger fra Statens Pensjonskasse vil ordningen bli ført som ytelsesordning, og netto pensjonsforpliktelse vil bli ført mot egenkapitalen.

## NOTE 4 – ANDRE DRIFTSKOSTNADER

*I tusen kroner*

Systemkostnader	5 904
Forvaltningskostnader	1 020
Konsulentbistand	7 398
Andre kostnader	7 486
<b>Sum andre driftskostnader</b>	<b>21 808</b>

## NOTE 5 – FINANSPOSTER

Finansposter består av renteinntekter på egenkapitalen og driftskontoen til Folketrygdfondet.

## NOTE 6 – PLASSERINGER FOR STATENS PENSJONSFOND - NORGE

Statens pensjonsfond – Norge forvaltes av Folketrygdfondet i eget navn på vegne av Finansdepartementet. Den forvaltede portefølje tilsvarer 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 fondet. Plasseringer for Statens pensjonsfond – Norge presenteres netto på egen linje som en eiendel, mens Statens pensjonsfond – Norges konto presenteres som tilsvarende forpliktelse til Finansdepartementet.

## NOTE 7 – ANNEN KORTSIKTIG GJELD

Av annen kortsiktig gjeld utgjør forskudd fra Statens pensjonsfond - Norge 3,3 mill. kroner.

# MARKEDSUTVIKLINGEN I FØRSTE HALVÅR 2008

## Den makroøkonomiske utviklingen

Verdensøkonomien har i første halvår i år vært preget av en fortsatt svekkelse av veksttakten. Bakgrunnen er blant annet stigende råvarepriser og svikten i boligmarkedet i USA, noe som har utløst kraftig uro i finansmarkedene. Det har likevel vært mulig å unngå en direkte nedgang i den samlede produksjonen.

I **USA** har konsumetterspørselen blitt svakere, blant annet som følge av redusert sysselsetting og økt arbeidsløshet. I andre kvartal så det imidlertid ut til at skattelettelser bidro til å holde det private konsumet oppe. Indeksene både for konsumentenes og næringslivets tillitsindikatorer, har ligget på meget lave nivåer.

I **Europa** holdt den økonomiske veksten seg overraskende godt oppe i årets første kvartal. Men det var store forskjeller mellom de enkelte land. Som tidligere var det særlig Tyskland som trakk veksten opp. I de senere måneder har det imidlertid vært en klar tendens til svekkelse av næringslivets tillitsindikatorer både i EMU-området og i Storbritannia.

I **Asia** er hovedinntrykket, med mulig unntak for Japan, at veksten har fortsatt uten særlig demping. I **Kina** var veksten i første kvartal 10,6 prosent, mot 11,6 prosent i gjennomsnitt for 2007. I **Japan** var årets første kvartal bra, men det kan ligge an til nærmere en halvering av veksten i første halvår sammenliknet med 2007.

I **Norge** synes veksttakten å ha blitt klart dempet i første halvår. Boligbyggingen var avtakende og konsumveksten svakere. Arbeidsmarkedet var imidlertid fortsatt stramt, og kjerneinflasjonen økte. Også i de øvrige nordiske land, og særlig i Danmark, avtok veksttakten i første halvår i år.

Både i USA og Europa har prisstigningen vært sterkt påvirket av stigende priser på matvarer og energi. Ved utgangen av halvåret var den samlede konsumprisstigningen begge steder 4 prosent i forhold til samme tidspunkt året før.

## Rentemarkedet

Det har i første halvår vært et urolig rentemarked preget av utsikter til svakere økonomisk vekst, høye råvarepriser og frykt for tiltagende inflasjon. Finansiell krise og svekket likviditet har ført til at finansinstitusjonenes innlånskostnader har økt betydelig i første halvår. Økte innlånskostnader og utsikter til en generelt strammere pengepolitikk har lagt et ekstra press på boliglånskundene, og dermed også forventningene til den

makroøkonomiske utviklingen. I rentemarkedet har dette ført til at marginen mellom stats- og kredittobligasjoner har økt betydelig i perioden. Dette har bidratt til store urealiserte tap hos investorer med eksponering mot kredittmarkedet.

Den amerikanske sentralbanken har i perioden kuttet renten fire ganger til 2 prosent for å motvirke effektene av tapene relatert til kredittkrisen. Siden midten av mars har imidlertid markedsrentene steget betydelig. Dette skyldes økt inflasjonspress, særlig innenfor mat og energi. I USA har 2-årsrenten siden mars steget med 1,15 prosentpoeng til 2,60 prosent, mens 10-årsrenten var opp 0,67 prosentpoeng til 3,97 prosent som var omlag det samme som ved inngangen til året.

I Europa har renteutviklingen hatt et tilsvarende forløp. Siden bunn i februar har 2-årsrenten steget med 1,50 prosentpoeng til 4,60 prosent, mens 10-årsrenten er opp 0,92 prosentpoeng til 4,61 prosent. For halvåret sett under ett steg den lange renten med 0,29 prosentpoeng.

Også det norske rentemarkedet har vært preget av hendelsene i det internasjonale finansmarkedet. Siden mars har 2-årsrenten steget med 1,22 prosentpoeng til 5,52 prosent, mens 10-årsrenten var opp 0,94 prosentpoeng til 5,08 prosent som er 0,39 prosentpoeng høyere enn ved inngangen til året. Norges Bank har i perioden hevet renten to ganger til 5,75 prosent av hensyn til den forventede inflasjonsutviklingen.

## Aksjemarkedet

Første halvår 2008 var en meget urolig periode i aksjemarkedet både i Norge og internasjonalt. Dette har blant annet sammenheng med høyere råvarepriser, inflasjonspress og utsikter til svakere økonomisk vekst. I bank- og finanssektoren har store tap og et presset kapitalmarked skapt finansieringsproblemer. I tillegg til å kuttet renten har den amerikanske sentralbanken derfor tilført likviditet og iverksatt andre tiltak for å hindre en kollaps i det finansielle systemet. I aksjemarkedet har utviklingen forøvrig også vært preget av usikkerhet og frykt for fallende inntjening.

Den amerikanske breddeindeksen, S&P500, falt med 12,8 prosent i første halvår. Teknologiindeksen Nasdaq Composite var ned 13,5 prosent, og i Japan falt Nikkei med 11,9 prosent. De europeiske markedene har også vært svake. FTSE100 i London falt med 12,9 prosent, Dax i Tyskland med 20,4 prosent, Sverige med 20,7 prosent, Finland med 26,1 prosent og Danmark med 8,6 prosent.

---

De sektorene som har gitt best avkastning på global basis er olje-/gassektoren og råvarebasert industri. Dårligst utvikling har det vært i finanssektoren, som var ned 23,2 prosent.

På Oslo Børs avsluttet markedet halvåret med en nedgang på 5,6 prosent. Oslo Børs er således en av de børsene som har falt minst i første halvår. De sterkeste sektorene var materialer og energi med en oppgang på henholdsvis 28,9 prosent og 7,7 prosent. Denne utviklingen skyldes i all hovedsak oppgangen i gjødselselskapet Yara, som har steget med hele 81,1 prosent. Innen energisektoren er det drillselskapene Seadrill og Awilco, med en oppgang på 21 prosent, og StatoilHydro med en oppgang på 17 prosent som har bidratt mest til den gode utviklingen. De svakeste sektorene har vært kapitalvarer og konsum, som falt med henholdsvis 38,5 prosent og 37 prosent. Dette skyldes i første rekke et kursfall i selskapene Renewable Energy Corporation (REC), som har halvert kursen, og Orkla som falt med 36 prosent.



# AVKASTNING OG RISIKO I FØRSTE HALVÅR 2008

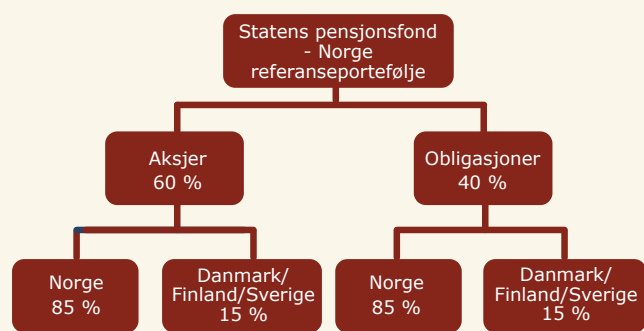
Markedsverdien av Statens pensjonsfond – Norge (SPN) var 113,1 mrd. kroner per 30.06.08. Dette er en nedgang på 4,3 mrd. kroner siden inngangen til 2008, og gir en brutto avkastning for Statens pensjonsfond – Norge på -3,60 prosent i første halvår 2008. Overført forvaltningshonorar fra Finansdepartementet til Folketrygdfondet utgjorde 37 mill. kroner, eller omlag 0,03 prosent av kapitalen.

Avkastningen som Folketrygdfondet (FTF) oppnår sammenlignes med en referanseportefølje som Finansdepartementet fastsetter.

Meravkastningen skyldes derfor bedre avkastning innenfor aktivaklassene. Den norske renteporteføljen har bidratt negativt til meravkastningen. Det er god avkastning i de to aksjeporteføljene som forklarer meravkastningen.

	Portefølje	Referanse	Mer-/mindre-avkastning
Norske aksjer	-4,73	-5,58	0,85
Nordiske aksjer	-17,20	-18,36	1,16
Norske renter	0,52	0,97	-0,45
Nordiske renter	0,18	0,17	0,01
<b>Statens pensjonsfond – Norge</b>	<b>-3,60</b>	<b>-4,02</b>	<b>0,42</b>

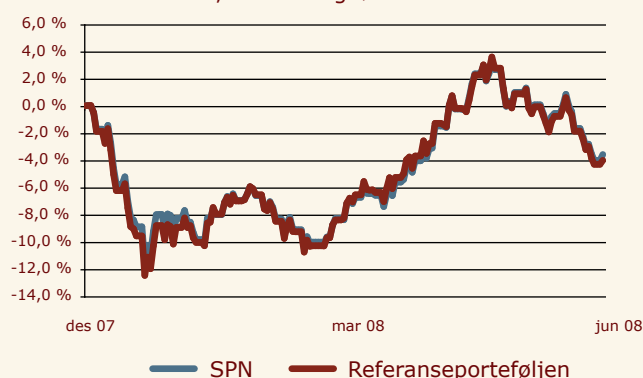
Referanseportefølje for Statens pensjonsfond - Norge



Vektene i figuren viser aktivaandelene til den strategiske referanseporteføljen. Finansdepartementet har fastsatt et regelverk for hvor store avvik det kan være mellom aktiva-vektene i den virkelige referanseporteføljen og den strategiske referanseporteføljen. I første halvår har den virkelige referanseporteføljen blitt rebalansert for å bringe vektene tilbake til vektene i den strategiske referanseporteføljen.

Avkastningen til Statens pensjonsfond – Norge var i første halvår 0,42 prosentpoeng bedre enn avkastningen til referanseporteføljen. Forskjellen mellom avkastningstallene viser den meravkastning som Folketrygdfondets løpende forvaltning har bidratt med. I beløp utgjorde meravkastningen omlag 0,5 mrd. kroner for årets seks første måneder. Det har i første halvår ikke vært foretatt vesentlige avvik i aktivafordelingen til den faktiske porteføljen i forhold til referanseporteføljen.

SPN, avkastning første halvår 2008



## Norske renter

Kreditturoen, som startet internasjonalt i tredje kvartal 2007, har fortsatt inn i 2008. Kreditturoen har medført at kreditt-påslaget norske låntagere må betale utover statsrente har økt, og til dels dramatisk.

I Folketrygdfondets årsrapport for 2007 er det redegjort for at referanseporteføljen for norske renter, som Finansdepartementet har fastsatt, skal være lån fra norske utstedere i obligasjonsindeksen *Lehman Global Aggregate*, og at denne indeksen gradvis vil bli faset inn i 2008.

Ved inngangen til 2007 var imidlertid kredittdelen av referanseporteføljen sammensatt av ulike swapindekser. I første halvår 2008 har marginen mellom swaprenter og kredittobligasjoner økt betydelig som følge av kredittkrisen.

	Mer-/Mindreavkastning innenfor aktivaklassene	Bidrag til meravkastning for SPN første halvår 2008			
		Totalt bidrag	Fra allokering	Fra valuta	Fra verdipapirutvelgelse
Norske aksjer	0,85	0,48	-0,01	0,00	0,49
Nordiske aksjer	1,16	0,11	0,00	0,00	0,11
Norske renter	-0,45	-0,17	-0,01	0,00	-0,16
Nordiske renter	0,01	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>Statens pensjonsfond - Norge</b>	<b>0,42</b>	<b>0,42</b>	<b>-0,02</b>	<b>0,00</b>	<b>0,44</b>

---

Konsekvensen av dette er at verdien av den faktiske porteføljen har blitt redusert uten at referanseporteføljen har fått et tilsvarende bidrag fra utgangen i kredittpåslag.

Avkastningen for den norske renteporteføljen var i første halvår 0,52 prosent, som var 0,45 prosentpoeng svakere enn referanseporteføljens avkastning. Hele mindreakstningen kan forklares av utgangen i kredittpåslag.

### **Nordiske renter**

Referanseporteføljen for den nordiske renteporteføljen er lån fra danske, svenske og finske utstedere i indeksen Lehman Global Aggregate.

Porteføljen av nordiske obligasjoner har i første halvår 2008 blitt forvaltet indekxnært i forhold til valutaeksponering og renteeksponering. Krediteksponeringen har avveket fra referanseporteføljen, men i begrenset omfang.

Avkastningen for den nordiske renteporteføljen var i første halvår 2008 på 0,18 prosent. Det er 0,01 prosentpoeng bedre enn referanseporteføljen.

### **Norske aksjer**

Den norske aksjeporføljen har i første halvår 2008 en negativ avkastning på 4,73 prosent, mens hovedindeksen på Oslo Børs (OSEBX) hadde en avkastning på -5,58 prosent. Dette betyr at Folketrygdfondet oppnådde en meravkastning på 0,85 prosentpoeng.

Meravkastningen er et resultat av de porteføljemessige valg vi har gjort med hensyn til å investere mer eller mindre i enkeltelskaper (være over-/undervektet) sammenlignet med vår referanseportefølje.

Yara er det selskapet som har gitt størst positivt enkeltbidrag. Selskapet har hatt en sterk utvikling så langt i 2008, og som følge av at porteføljen er overvektet i Yara har vi fått et bidrag på 1,6 prosentpoeng til meravkastningen. Orkla gir det største selskapsesifikke negative avkastningsbidraget. Selskapet har hatt en svakere utvikling i første halvår enn resten av markedet, noe som blant annet skyldes selskapets store post i Renewable Energy Corporation (REC). Vi har valgt å overvekte Orkla i porteføljen, mens REC er undervektet. Samlet sett bidrar Orkla og REC negativt til meravkastningen med 1,2 prosentpoeng.

Blant andre selskaper som er overvektet i porteføljen bidrar Kongsberg Gruppen, StatoilHydro og Fred Olsen Energy positivt til meravkastningen som følge av bedre utvikling enn resten av markedet. Til sammen bidrar disse tre selskapene med 0,7 prosentpoeng til meravkastningen.

Blant selskapene som er undervektet i porteføljen er bildet mer sammensatt. Seadrill, Frontline, FAST og PA Resources, som alle hadde en god kursutvikling i første halvår, bidrar negativt til meravkastningen med til sammen 1,8 prosentpoeng. Norwegian Property, DnB NOR, Sevan, Acta og Norske Skog, som hadde en svakere utvikling enn resten av markedet, bidrar derimot positivt til meravkastningen med 1,3 prosentpoeng.

### **Nordiske aksjer**

Den nordiske aksjeporføljen har i første halvår 2008 en negativ avkastning på 17,2 prosent, mens referanseporteføljen (selskaper i aksjeindeksen VINX Benchmark med hovednotering i Danmark, Finland eller Sverige) falt 18,36 prosent. Folketrygdfondets forvaltning har således resultert i en meravkastning på 1,16 prosentpoeng.

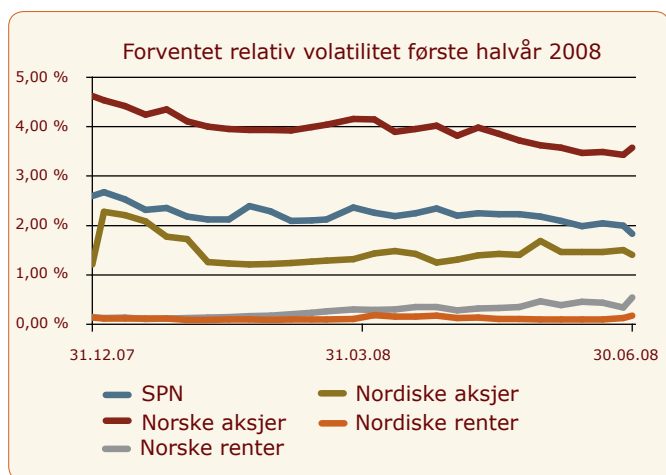
I forvaltningen av Statens pensjonsfond – Norge er likviditetsbeholdningen fordelt på de enkelte delporteføljene. Porteføljen av nordiske aksjer hadde en gjennomsnittlig likviditet i første halvår på 4,3 prosent. Med et fallende aksjemarked i Norden har likviditetsbeholdningen gitt et positivt avkastningsbidrag til porteføljen av nordiske aksjer på 0,9 prosentpoeng.

Investeringene innenfor finanssektoren har også bidratt positivt, ved at porteføljen i større grad enn referanseporteføljen har vært investert i de bankene som har vært minst rammet av finanskrisen. Finanssektoren bidro positivt til meravkastning for nordiske aksjer med 0,4 prosentpoeng. Andre sektorer bidro med til sammen -0,1 prosentpoeng.

### **Risiko**

Finansdepartementet har fastsatt ramme for hvor mye Folketrygdfondet i forvaltningen av Statens pensjonsfond - Norge kan avvike fra referanseporteføljen. Rammen innebærer at forventet relativ volatilitet for Statens pensjonsfond – Norge skal være under 3,0 prosent. Forvaltningen har i første halvår 2008 vært godt innenfor de rammer som er satt.

Siden høsten 2007 har Folketrygdfondet arbeidet med anskaffelse av et nytt risikosystem. Etter å ha gjennomført en anbudskonkurranse ble systemet RiskManager fra RiskMetrics valgt i slutten av første kvartal 2008. I andre kvartal har systemet blitt implementert i Folketrygdfondet, og er nå tatt i bruk i risikomålingen.



Folketrygdfondets styre har fastsatt maksimalrammer for kreditteksponering mot ulike utstedere. Rammene er basert på rating fra internasjonale kredittvurderingsfirmaer og karakteristika ved regnskapsdata for det enkelte selskap. For låntagere uten internasjonal rating er rammene bestemt med utgangspunkt i karakteristika ved regnskaps- og markedsdata for det enkelte selskap, bransje og andre karakteristika.

I løpet av 2008 vil referanseindeksen Lehman Global Aggregate danne utgangspunkt for referanseporteføljen både for den norske obligasjonsporteføljen og den nordiske obligasjonsporteføljen. Bare lån med fast kupong, minst ett år til forfall og med et tilstrekkelig stort lånevolum, inngår i referanseindeksen Lehman Global Aggregate. I tillegg må lånet eller utsteder være kredittvurdert til minst investment grade (BBB) av en av de tre ratingfirmaene Standard and Poors (S&P), Moodys eller Fitch.

Ved utgangen av juni var det ingen lån i den nordiske obligasjonsporteføljen som ikke hadde rating fra minst ett av de tre internasjonale ratingfirmaene. Av den nordiske obligasjonsporteføljen var 95,9 prosent plassert i lån fra utstedere som har lån i Lehman Global Aggregate.

I den norske obligasjonsporteføljen inngår det en rekke lån utstedt av mindre låntagere som ikke har internasjonal rating. De fleste av utsederne i den norske obligasjonsporteføljen har imidlertid fått en ratingindikasjon fra meglerhus eller bank. Av den norske obligasjonsporteføljen var 33,9 prosent plassert i lån fra utstedere som har lån i Lehman Global Aggregate.

I renteporteføljene er det 3,4 prosent av de samlede plasseringene hvor utsteder mangler rating/ratingindikasjon eller har en rating/ratingindikasjon under BBB/Baa som regnes som «investment grade». Det er ingen av lånene i porteføljen som er misligholdt.

## Renteporteføljene fordelt etter kredittvurdering 30.06.08

<i>Den norske obligasjonsporteføljen</i>	<i>S&amp;P</i>	<i>Moody's</i>	<i>Fitch</i>	<i>Norske meglerhus*</i>	<i>Beste rating**</i>
AAA/Aaa - stat	24,1 %	24,1 %	24,1 %	24,1 %	24,1 %
AAA/Aaa - privat	1,3 %	1,3 %	1,3 %	1,9 %	1,9 %
AA/Aa	3,1 %	6,0 %	0,0 %	3,8 %	7,8 %
A	0,6 %	1,8 %	16,0 %	40,8 %	36,8 %
BBB/Baa	6,9 %	2,8 %	5,3 %	22,5 %	25,4 %
BB/Ba	0,0 %	0,0 %	0,0 %	3,1 %	3,1 %
Lavere	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,3 %	0,3 %
Ingen vurdering	64,1 %	64,0 %	53,4 %	3,4 %	0,5 %

<i>Den nordiske obligasjonsporteføljen</i>	<i>S&amp;P</i>	<i>Moody's</i>	<i>Fitch</i>	<i>Beste rating**</i>
AAA/Aaa - stat	40,5 %	38,2 %	40,5 %	40,5 %
AAA/Aaa - privat	21,2 %	34,8 %	2,7 %	35,4 %
AA/Aa	9,4 %	7,5 %	1,2 %	14,5 %
A	8,5 %	9,4 %	10,8 %	7,7 %
BBB/Baa	3,5 %	1,1 %	1,8 %	2,0 %
BB/Ba	0,0 %	1,2 %	0,0 %	0,0 %
Lavere	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Ingen vurdering	17,0 %	7,7 %	43,0 %	0,0 %

<i>Obligasjonsporteføljen totalt</i>	<i>S&amp;P</i>	<i>Moody's</i>	<i>Fitch</i>	<i>Norske meglerhus*</i>	<i>Beste rating**</i>
AAA/Aaa - stat	26,5 %	26,2 %	26,5 %	20,5 %	26,5 %
AAA/Aaa - privat	4,2 %	6,3 %	1,5 %	1,7 %	6,9 %
AA/Aa	4,0 %	6,2 %	0,2 %	3,2 %	8,8 %
A	1,8 %	3,0 %	15,2 %	34,8 %	32,5 %
BBB/Baa	6,4 %	2,6 %	4,8 %	19,2 %	22,0 %
BB/Ba	0,0 %	0,2 %	0,0 %	2,7 %	2,7 %
Lavere	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,3 %	0,3 %
Ingen vurdering	57,1 %	55,7 %	51,8 %	2,9 %	0,4 %

\* Dnb NOR markets, First Securities, Nordea Markets

\*\* Høyeste rating fra alle ratingskilder under ett

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.

Karakterskalaene går fra AAA til D (default). Karakter på BBB eller bedre anses å være «Investment grade».

BB og lavere karakteriseres som «speculative grade».

## Statens pensjonsfond skal understøtte statlig sparing for finansiering av folketrygdens pensjonsutgifter

		2003	2004	2005	2006
Avkastning	mill. kroner				
Avkastning totalportefeljen	prosent	22,198	17,146	15,861	17,385
Referanseportefelje totalt	prosent	16,2	10,6	9,0	11,1
Avkastning norsk aksjeportefelje	prosent	17,9	12,9	10,8	10,0
Referanseportefelje norske aksjer	prosent	47,0	36,5	32,0	32,1
Avkastning nordisk aksjeportefelje	prosent	48,4	38,5	40,5	32,4
Referanseportefelje nordiske aksjer	prosent	45,0	18,9	25,1	24,2
Avkastning norsk renteportefelje	prosent	46,4	19,6	24,5	25,3
Referanseportefelje norske renter	prosent	11,1	5,2	2,8	1,3
Avkastning nordisk renteportefelje	prosent	12,2	7,2	3,7	0,7
Referanseportefelje nordiske renter	prosent				
					2,96
					3,23
					2,54
					2,67
Referatverdier	mill. kroner				
Norske aksjer	prosent	25 575	33 738	41 895	52 471
	mill. kroner	16,2	19,3	21,9	49,1
	prosent	5 469	7 058	8 679	10 937
	mill. kroner	3,5	4,0	4,5	10,2
	prosent	127 210	134 249	140 741	146 741
	prosent	80,3	76,7	73,7	70,7

### Folketrygdfondet

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