

2.KV.|17

**STATENS
PENSJONSFOND
UTLAND**

**KVARTALSRAPPORT
/2017**

HOVEDPUNKTER

Tall og fakta 2. kvartal 2017

2,6%
202 MRD. KR

Statens pensjonsfond utland fikk
en avkastning på **2,6** prosent, eller
202 milliarder kroner i andre kvartal 2017.



AKSJE- INVESTISERINGER

3,4 %



RENTE- INVESTISERINGER

1,1 %



UNOTERTE EIENDOMS- INVESTISERINGER

2,1 %

Avkastningen på fondets aksjeinvesteringer var **3,4** prosent, mens renteinvesteringene fikk en avkastning på **1,1** prosent. Investeringer i unotert eiendom fikk en avkastning på **2,1** prosent.

Avkastningen på investeringene var **0,3** prosentpoeng høyere enn avkastningen på referanseindeksen som fondet måles mot.



8 020

MRD. KR

Ved utgangen av kvartalet var fondets markedsverdi **8 020** milliarder kroner. Fondet var investert med **65,1** prosent i aksjer, **32,4** prosent i rentepapirer og **2,5** prosent i unotert eiendom.



**AKSJE-
INVESTERINGER**

65,1 %



**RENTE-
INVESTERINGER**

32,4 %



**UNOTERTE
EIENDOMS-
INVESTERINGER**

2,5 %

Innhold

1

INVESTERINGENE

Aksjeinvesteringene _____	6
Renteinvesteringene _____	9
Eiendomsinvesteringene _____	12

2

FORVALTNINGEN

Forvaltningen _____	13
Risiko _____	14
Ansvarlig forvaltning _____	16

3

HOVEDTALL OG REGNSKAP

Hovedtall _____	18
Regnskaps- rapportering _____	21
Noter _____	26
Revisors uttalelse _____	47

WWW.NBIM.NO

Norges Bank Investment Management forvalter Statens pensjonsfond utland.
Oppdraget vårt er å ivareta og utvikle finansielle verdier for fremtidige generasjoner.

Investeringsene

AKSJEINVESTERINGENE

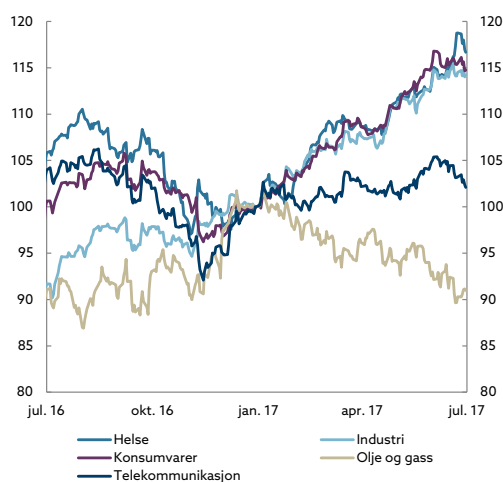
Aksjeinvesteringene, som utgjorde 65,1 prosent av fondet ved utgangen av kvartalet, fikk en avkastning på 3,4 prosent. Avkastningen ble drevet av fortsatt god vekst i verdensøkonomien. Flere makroøkonomiske nøkkeltall, særlig for den amerikanske økonomien, var likevel svakere enn markedet hadde forventet. Vekstforventningene for fremvoksende økonomier var om lag uendret sammenlignet med det foregående kvartalet. Vekstforventningene i utviklede økonomier steg, drevet av økt optimisme i eurosoneen. Globale aksjemarkeder var preget av lav volatilitet i kvartalet. Mot slutten av kvartalet bidro signaler fra flere sentralbanker om mulig innstramning i pengepolitikken til økt volatilitet, høyere lange renter og lavere aksjepriser.

Sterkest avkastning i Europa

Europeiske aksjer hadde en avkastning på 6,3 prosent i kvartalet. Totalt var 36,6 prosent av fondets aksjeinvesteringer plassert i europeiske selskaper. Aksjer notert i Storbritannia hadde en avkastning på 3,3 prosent. I lokal valuta var avkastningen 1,5 prosent. Storbritannia er fondets største europeiske marked. 9,7 prosent av aksjeinvesteringene var plassert her.

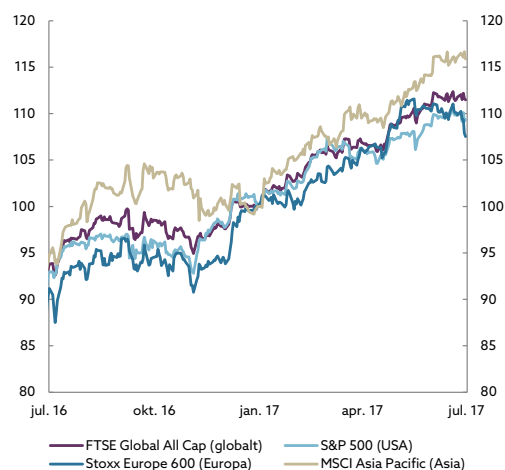
Nordamerikanske aksjer hadde en avkastning på 0,7 prosent i kvartalet og sto for 38,6 prosent av fondets aksjeinvesteringer. Avkastningen for aksjer notert i USA var 0,8 prosent, tilsvarende 2,9 prosent målt i lokal valuta. USA var fondets største enkeltmarked og sto for 36,4 prosent av aksjeinvesteringene.

Figur 1 Kursutviklingen i ulike aksjesektorer i FTSE Global All Cap-indeksen. Målt i amerikanske dollar. Indeksert totalavkastning 31.12.2016 = 100



Kilde: FTSE

Figur 2 Kursutviklingen i regionale aksjemarkeder. Målt i amerikanske dollar, med unntak av Stoxx Europe 600, som er målt i euro. Indeksert totalavkastning 31.12.2016 = 100



Kilde: Bloomberg

Aksjer i Asia og Oseania hadde en avkastning på 3,9 prosent og utgjorde 22,0 prosent av fondets aksjeinvesteringer. Avkastningen for japanske aksjer var 3,4 prosent, tilsvarende 6,4 prosent målt i lokal valuta. Japanske aksjer utgjorde 9,0 prosent av aksjeinvesteringene.

Aksjer i fremvoksende markeder hadde en avkastning på 3,4 prosent i kvartalet. Til sammen var 9,9 prosent av fondets aksjeinvesteringer plassert i fremvoksende markeder. Det kinesiske aksjemarkedet fikk en avkastning på 7,7 prosent. Totalt var 2,9 prosent av fondets aksjeinvesteringer plassert her.

Høyest avkastning for helseselskaper

Helseselskapene hadde den beste avkastningen i kvartalet med 5,7 prosent. Sektoren har hatt en betydelig avkastning hittil i år. Avkastningen har vært drevet av markedets forventning om bedre inntjening i sektoren. Forslag om endringer i det regulatoriske rammeverket for helsesektoren i USA har foreløpig ikke ført til faktiske endringer, hvilket blir tolket av markedet som en fortsettelse av stabile rammebetingelser.

Industrielskaper hadde en avkastning på 4,9 prosent. Den positive avkastningen kom som en følge av bedrede økonomiske vekstutsikter, spesielt i Europa og fremvoksende økonomier. Innkjøpssjefsindeksene i både USA og Europa var sterke gjennom hele kvartalet. Avkastningen

Tabell 1 Avkastningen på fondets aksjeinvesteringer i andre kvartal 2017. Fordelt etter sektor. Prosent

Sektor	Avkastning i internasjonal valuta	Andel av aksjeinvesteringene ¹
Finans	4,3	24,3
Industri	4,9	14,4
Konsumvarer	4,4	13,5
Helse	5,7	10,5
Teknologi	3,9	10,4
Konsumtjenester	2,0	10,0
Materialer	1,9	5,5
Olje og gass	-6,1	5,3
Telekommunikasjon	-0,1	3,0
Kraft- og vannforsyning	3,2	2,8

¹ Summerer seg ikke til 100 prosent fordi kontanter og derivater ikke er inkludert.

Tabell 2 Fondets største aksjeholdninger per 30. juni 2017. Millioner kroner

Selskap	Land	Beholdning
Apple Inc	USA	58 219
Nestlé SA	Sveits	50 699
Alphabet Inc	USA	42 705
Royal Dutch Shell Plc	Storbritannia	40 145
Microsoft Corp	USA	39 251
Novartis AG	Sveits	37 375
Roche Holding AG	Sveits	35 640
Amazon.com Inc	USA	29 705
HSBC Holdings Plc	Storbritannia	28 500
Johnson & Johnson	USA	26 912

var god innen maskinvareindustrien, drevet av større etterspørsel etter byggevaremaskiner og en stabilisering i etterspørselen etter kapitalvarer i råvareindustrien.

Konsumvareselskaper fikk en avkastning på 4,4 prosent i kvartalet. Oppgangen var delvis drevet av avkastningen innen europeisk mat- og drikkevareindustri. I tillegg bidro utviklingen innenfor luksusvarer positivt. Bilindustrien bidro mest negativt innenfor konsumvaresektoren.

Selskaper innen olje og gass hadde den svakeste avkastningen i kvartalet med -6,1 prosent. Oljeprisene fortsatte å falle gjennom kvartalet, til tross for oljekartellet OPEC sin innsats for å kontrollere tilbudet av olje, og holde prisen stabil rundt 50 dollar fatet.

Enkeltinvesteringer

Investeringen i konsumvareselskapet Nestlé SA bidro mest positivt til avkastningen i andre kvartal, fulgt av investeringene i teknologi-selskapet Tencent Holding Ltd og helse-selskapet Novartis AG. Enkeltelskapene som bidro mest negativt til avkastningen var industriselskapet General Electric Co, tele-selskapet AT&T og teknologiselskapet International Business Machines Corp.

Fondet deltok i totalt 41 børsnoteringer i kvartalet. Den største børsnoteringen i markedet der fondet kjøpte aksjer var finans-selskapet Allied Irish Banks Plc. Deretter fulgte konsumtjenesteselskapet Altice USA Inc og helseselskapet Galenica Santé AG. Fondets største deltakelser i børsnoteringer var i Allied Irish Banks Plc, industriselskapet ALD Automotive SA og Altice USA Inc.

AVKASTNING MÅLT I INTERNASJONAL VALUTA

Fondet investerer i internasjonale verdipapirer i utenlandsk valuta. Fondets avkastning måles primært i internasjonal valuta, det vil si en vektet sammensetning av valutaene i fondets referanseindekser for aksjer og obligasjoner. Denne sammensetningen betegnes som fondets valutakurv og besto av 34 valutaer ved utgangen av andre kvartal 2017. Om ikke annet er oppgitt i teksten, er resultatmålingen gjort i fondets valutakurv.

RENTEINVESTERINGENE

Renteinvesteringene utgjorde 32,4 prosent av fondet ved utgangen av andre kvartal og fikk en avkastning på 1,1 prosent. De globale rentenivåene endret seg lite gjennom kvartalet.

Positiv avkastning for renteinvesteringene

Statsobligasjoner fikk en avkastning på 0,7 prosent og utgjorde 55,9 prosent av fondets renteinvesteringer ved utgangen av kvartalet.

Amerikanske statsobligasjoner fikk en avkastning på -0,6 prosent. I lokal valuta var avkastningen 1,5 prosent. Amerikanske statsobligasjoner sto for 19,5 prosent av renteinvesteringene, og var fondets største beholdning av statsgjeld fra en enkeltutsteder.

Den amerikanske sentralbanken Federal Reserve hevet styringsrenten med 0,25 prosentpoeng i juni. Renteøkningen var i tråd med markedets forventninger. Den amerikanske dollaren svekket seg noe mot fondets valutakurv i kvartalet.

Euro-denominerte statsobligasjoner, som utgjorde 11,9 prosent av renteinvesteringene, fikk en avkastning på 4,8 prosent. I lokal valuta var avkastningen 0,3 prosent. Den europeiske sentralbanken (ECB) holdt renten i ro i kvartalet. Det er forventninger i markedet om at ECB, når det nåværende obligasjonskjøpsprogrammet tar slutt ved utgangen av året, vil redusere størrelsen på sine kvantitative lettelsers utover i 2018. Euroen styrket seg mot valutakurven i kvartalet.

Tabell 3 Avkastningen på fondets renteinvesteringer i andre kvartal 2017. Fordelt etter sektor. Prosent

Sektor	Avkastning i internasjonal valuta	Andel av renteinvesteringene ¹
Statsobligasjoner ²	0,7	55,9
Statsrelaterte obligasjoner ²	1,8	13,1
Realrenteobligasjoner ²	-0,9	5,0
Selskapsobligasjoner	1,2	24,9
Pantesikrede obligasjoner	2,9	5,4

¹ Summerer seg ikke til 100 prosent fordi kontanter og derivater ikke er inkludert.

² Nasjonale stater utsteder flere typer obligasjoner, og disse grupperes i ulike kategorier for fondets renteinvesteringer. Obligasjoner som er utstedt av et land i landets egen valuta, klassifiseres som statsobligasjoner. Obligasjoner som er utstedt av et land i et annet lands valuta, inngår i kategorien statsrelaterte obligasjoner. Realrenteobligasjoner som er utstedt av et land, inngår i kategorien realrenteobligasjoner.

Tabell 4 Fondets største obligasjonsbeholdninger per 30. juni 2017. Millioner kroner

Utsteder	Land	Beholdning
Amerikanske stat	USA	591 333
Japanske stat	Japan	169 090
Tyske stat	Tyskland	104 571
Meksikanske stat	Mexico	63 269
Britiske stat	Storbritannia	62 241
Franske stat	Frankrike	58 006
Koreanske stat	Sør-Korea	52 516
Italienske stat	Italia	42 971
Spanske stat	Spania	41 903
Kreditanstalt für Wiederaufbau	Tyskland	33 451

Japanske statsobligasjoner, som utgjorde 6,4 prosent av renteinvesteringene, fikk en avkastning på -3,0 prosent. I lokal valuta var avkastningen -0,1 prosent. Den japanske sentralbanken gjorde ingen endringer i pengepolitikken og holdt nøkkelrenten uendret i kvartalet. Japanske yen holdt seg forholdsvis stabile mot amerikanske dollar i kvartalet, og svekket seg således noe mot valutakurven.

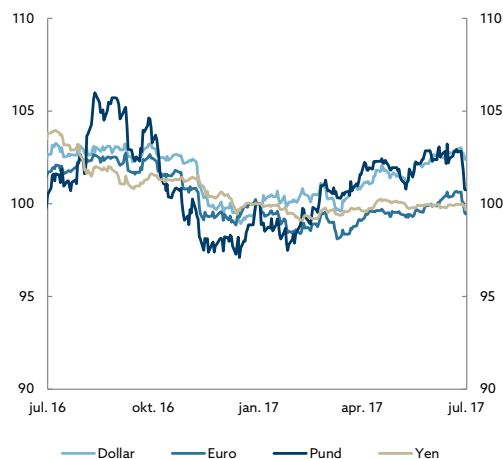
Fondet er også investert i obligasjoner fra statsrelaterte institusjoner som Kreditanstalt für Wiederaufbau (KfW), European Investment Bank (EIB) og Canada Housing Trust (Canhou). Statsrelaterte obligasjoner hadde en avkastning på 1,8 prosent og utgjorde 13,1 prosent av renteinvesteringene.

Selskapsobligasjonene fikk en avkastning på 1,2 prosent og utgjorde 24,9 prosent av fondets renteinvesteringer ved utgangen av kvartalet. Kredittpåslaget var synkende gjennom kvartalet, og nærmer seg nå nivåene fra før finanskrisen.

Fondets pantesikrede obligasjoner, som hovedsakelig besto av obligasjoner med fortrinnsrett denominert i euro, utgjorde 5,4 prosent av fondets renteinvesteringer og fikk en avkastning på 2,9 prosent.

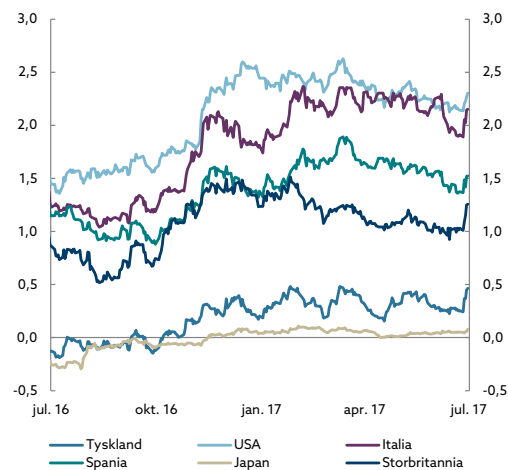
Realrenteobligasjoner fikk en avkastning på -0,9 prosent og utgjorde 5,0 prosent av fondets renteinvesteringer.

Figur 3 Kursutviklingen for obligasjoner som er utstedt i ulike valutaer. Målt i lokal valuta. Indeksert totalavkastning 31.12.2016 = 100



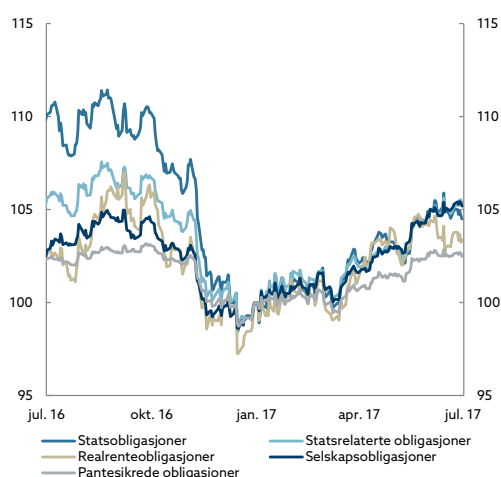
Kilde: Bloomberg Barclays Indices

Figur 4 Utviklingen i rentene på tiårige statsobligasjoner. Prosent



Kilde: Bloomberg

Figur 5 Kursutvikling for ulike typer obligasjoner. Målt i amerikanske dollar. Indeksert totalavkastning 31.12.2016 = 100



Kilde: Bloomberg Barclays Indices

Endringer i beholdningen av rentepapirer

Markedsverdien av investeringene i rentepapirer i fremvoksende lands valutaer utgjorde 12,3 prosent av investeringene, mot 12,8 prosent i forrige kvartal.

Investeringer i dollar, euro, pund og yen utgjorde 79,6 prosent av renteinvesteringene ved utgangen av andre kvartal, mot 79,2 prosent ved inngangen til kvartalet.

I løpet av andre kvartal økte markedsverdien mest i fondets statsobligasjoner utstedt av USA, Spania og Storbritannia. Statsobligasjoner utstedt av Japan, Tyskland og Italia hadde størst reduksjon i markedsverdi.

Tabell 5 Fondets obligasjoner per 30. juni 2017 fordelt etter kredittvurdering. Prosent av beholdningen

	AAA	AA	A	BBB	Lavere vurdering	Totalt
Statsobligasjoner	25,7	8,0	11,6	6,7	1,5	53,6
Statsrelaterte obligasjoner	5,5	4,9	1,6	0,5	0,1	12,6
Realrenteobligasjoner	3,9	0,4	0,1	0,3	0,1	4,8
Selskapsobligasjoner	0,2	2,5	8,7	12,1	0,3	23,9
Pantesikrede obligasjoner	4,5	0,5	0,1	0,1	0,0	5,1
Sum obligasjoner	39,9	16,3	22,1	19,7	2,0	100,0

EIENDOMSINVESTERINGENE

Fondets investeringer i unotert eiendom utgjorde 2,5 prosent av fondet ved utgangen av andre kvartal. Investeringene i unotert eiendom fikk i kvartalet en avkastning på 2,1 prosent.

Avkastningen på fondets unoterte eiendomsinvesteringer påvirkes av leieinntekter, driftskostnader, verdiendringer på eiendom og gjeld, endringer i valutakurser og transaksjonskostnader for kjøp og salg av eiendom. Løpende leieinntekter fratrasket driftskostnader bidro positivt til resultatet med 0,9 prosentpoeng målt i lokal valuta. Verdiendring på eiendom og gjeld bidro positivt til resultatet med 0,6 prosentpoeng målt i lokal valuta. Valutaendringer hadde en påvirkning på avkastningen med 0,6 prosentpoeng i andre kvartal.

Fra og med 1. januar 2017 er mandatet for forvaltningen endret. Fondets eiendomsinvesteringer er ikke lenger en del av den strategiske referanseindeksen. Referanseindeksen består bare av aksjer og obligasjoner.

Fondet kan fortsatt investeres i eiendom, men det er overlatt til Norges Bank å bestemme nivået og sammensetningen av eiendomsinvesteringene innenfor overordnede rammer i mandatet. Endringene i mandatet for forvaltningen av fondet sikrer en helhetlig tilnærming til et forvaltningsoppdrag som inkluderer både noterte og unoterte investeringer.

I forvaltningen er unoterte og noterte eiendomsinvesteringer forvaltet som en samlet strategi for eiendom. Investeringene i notert eiendom fikk en avkastning på 3,6 prosent.

Nye kjøp og salg av unotert eiendom

I mai utvidet fondet Regent Street-partnerskapet med The Crown Estate ytterligere. Partnerskapet kjøpte tre eiendommer på til sammen 5 000 kvadratmeter. Fondet betalte 30,0 millioner pund, tilsvarende 331,0 millioner kroner for sin andel på 25 prosent.

Tabell 6 Avkastningen på fondets eiendomsinvesteringer i andre kvartal 2017

	Avkastning
Leieinntekter (prosentpoeng)	0,9
Verdiendringer (prosentpoeng)	0,6
Transaksjonskostnader (prosentpoeng)	0,0
Resultat av valutajusteringer (prosentpoeng)	0,6
Unoterte eiendomsinvesteringer (prosent)	2,1
Børsnoterte eiendomsinvesteringer (prosent)	3,6
Aggregerte eiendomsinvesteringer (prosent)	2,4

Tabell 7 Verdien av eiendomsinvesteringene per 30. juni 2017. Millioner kroner

	Verdi ¹
Unoterte eiendomsinvesteringer	198 707
Børsnoterte eiendomsinvesteringer	57 033
Aggregerte eiendomsinvesteringer	255 740

¹ Inkludert bankinnskudd og andre fordringer

Forvaltningen

FORVALTNINGEN

Vi søker å utnytte fondets langsiktige perspektiv og betydelige størrelse for å skape høy avkastning og sikre verdier for fremtidige generasjoner.

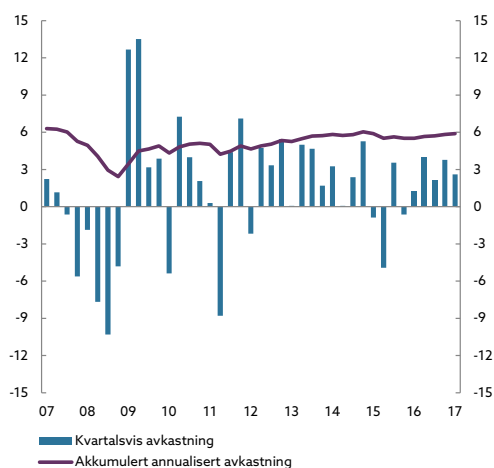
Mandatet for forvaltningen, fastsatt av Finansdepartementet, er endret fra og med 1. januar 2017. Avkastningen på fondets investeringer, inkludert eiendomsinvesteringene, sammenlignes med avkastningen på fondets referanseindeks gitt av Finansdepartementet. Referanseindeksen består av en delindeks for aksjer og en delindeks for obligasjoner. For aksjer tar indeksen utgangspunkt i den globale All Cap-indeksen fra FTSE Group. For renter er indekser fra Bloomberg Barclays Indices utgangspunktet. Referanseindeksen fungerer som en overordnet ramme for markeds- og valutarisiko i forvaltningen.

I modellen er det opp til Norges Bank å bestemme hvor mye som skal investeres i eiendom og hvilke typer eiendom fondet skal investeres i. Kjøp av eiendom blir finansiert med salg av aksjer og obligasjoner. Dette betyr at andelen av fondet som er investert i aksjer og obligasjoner, vil avvike fra tilsvarende andeler i referanseindeksen. I forvaltningen er dessuten unoterte og noterte eiendomsinvesteringer forvaltet som en samlet strategi for eiendom.

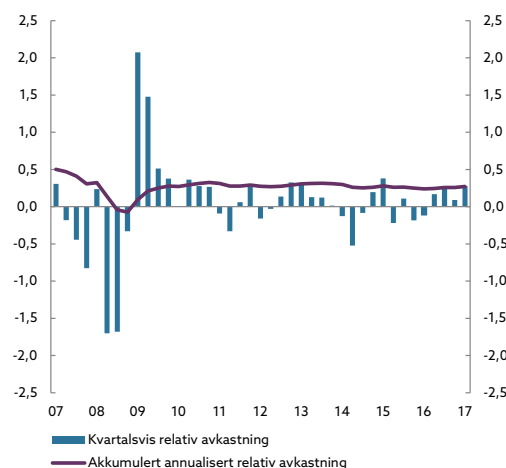
I andre kvartal var fondets samlede avkastning 0,3 prosentpoeng høyere enn avkastningen på referanseindeksen. Dette var hovedsakelig et resultat av positiv relativ avkastning for aksjeinvesteringene.

Avkastningen på fondets aksjeinvesteringer var i andre kvartal 0,4 prosentpoeng høyere enn avkastningen til referanseindeksen for aksjer. Dette ga et bidrag til fondets relative avkastning

Figur 6 Fondets kvartalsvise avkastning og akkumulerte annualiserte avkastning. Prosent



Figur 7 Fondets kvartalsvise relative avkastning og akkumulerte annualiserte relative avkastning. Beregnet på aggregerte aksje- og renteinvesteringer frem til og med 2016. Prosentpoeng



Tabell 8 Bidrag fra aktivaklasser til fondets relative avkastning i andre kvartal 2017. Prosentpoeng

	Totalt	Bidrag fra eksternt forvaltning
Aksjeinvesteringer	0,25	0,08
Renteinvesteringer	0,01	0,00
Unoterte eiendomsinvesteringer	-0,01	
Allokering på tvers av aktivaklasser	0,03	
Totalt	0,28	0,08

på 0,25 prosentpoeng. Aksjer innenfor sektorene finans, industri og materialer bidro mest positivt til den relative avkastningen i kvartalet. Investeringene i børsnotert eiendom hadde en avkastning på linje med referanseindeksen for aksjer. Fordelt på land var det aksjeinvesteringer i Kina, Tyskland og Frankrike som bidro mest til det positive relative resultatet, mens britiske aksjer bidro mest negativt.

Fondets renteinvesteringer hadde en avkastning på linje med avkastningen til referanseindeksen for obligasjoner. Bidraget til fondets relative avkastning var 0,01 prosentpoeng. Fondets renteinvesteringer hadde gjennom andre kvartal en høyere vekt i fremvoksende markeder og en lavere vekt i utviklede markeder enn fondets referanseindeks. Dette ga et positivt bidrag fra løpende renteinntekter, men en betydelig styrking av euro og en svekkelse av brasilianske real utlignet mesteparten av det positive bidraget.

Unotert eiendom fikk en lavere avkastning enn referanseindeksen til fondet. Dette bidro med -0,01 prosentpoeng til fondets relative avkastning i andre kvartal. Målt mot de faktiske aksjene og obligasjonene som vi har solgt for å

finansiere eiendommene fikk imidlertid unotert eiendom et positivt resultat.

Det relative resultatet påvirkes også av en resultateffekt mellom aktivaklassene. I andre kvartal bidro den samlede resultateffekten mellom aktivaklassene positivt med 0,03 prosentpoeng.

RISIKO

Sammensetningen av investeringene og svingninger i aksjekurser, valutakurser, rentenivåer, eiendomsverdier og kredittisikopåslag bestemmer fondets markedsrisiko. Det finnes ingen enkeltmål eller analyse som fullt ut kan beskrive fondets markedsrisiko. Vi bruker derfor ulike måltall og risikoanalyser, som forventet volatilitet, faktoreksponering, konsentrasjonsanalyse og likviditetsrisiko, for å få et bredest mulig bilde av fondets markedsrisiko.

Forventet absolutt volatilitet for fondet, beregnet ved det statistiske målet standardavvik, bruker tre års prishistorikk for å anslå hvor mye den årlige avkastningen på fondets investeringer normalt kan forventes å svinge. Ved utgangen av andre kvartal var fondets forventede absolutte volatilitet på 11,0 prosent, eller om lag 880 milliarder kroner, mot 10,9 prosent ved inngangen til kvartalet. Økningen skyldtes hovedsakelig høyere vekt av aksjer i porteføljen.

Vi investerer i eiendom for å skape en bedre diversifisert portefølje. Vi forventer at eiendomsinvesteringene ikke vil ha samme avkastningsprofil som aksjer eller obligasjoner, på både kort og lengre sikt. Den relative risikoen dette innebærer vil gi utslag i beregningene av forventet relativ volatilitet i forvaltningen. Siden det ikke finnes daglige priser for våre

eiendomsinvesteringer, benytter vi en modell levert av MSCI for å beregne risikoen for fondets unoterte eiendomsinvesteringer.

Finansdepartementet og Norges Banks hovedstyre har fastsatt grenser for hvor store avvik fra referanseindeksen fondet kan ha. En av grensene er forventet relativ volatilitet, som legger en

begrensning på hvor mye avkastningen på investeringene kan forventes å avvike fra avkastningen på fondets referanseindeks.

Mandatet fastsatt av Finansdepartementet ble endret fra 1. januar 2017. Alle fondets investeringer, også unoterte eiendomsinvesteringer, er nå inkludert i beregningen

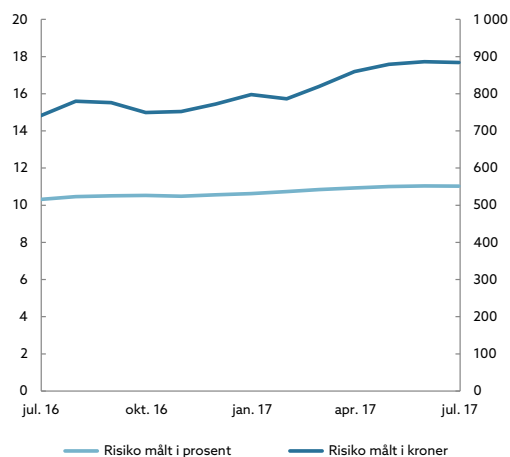
Tabell 9 Risiko og eksponering for fondet

Grenser fastsatt av Finansdepartementet		30.06.2017
Allokering	Aksjeporteføljen 50–80 prosent av fondet ¹	64,8
	Obligasjonsporteføljen 20–50 prosent av fondet ¹	33,7
	Unotert eiendom inntil 7 prosent av fondet	2,5
Markedsrisiko	1,25 prosentpoeng forventet relativ volatilitet for fondets investeringer	0,3
Kredittrisiko	Inntil 5 prosent av renteinvesteringene kan ha lavere kredittvurdering enn kategori BBB-	2,0
Eierandel	Maksimalt 10 prosent av stemmeberettigede aksjer i et børsnotert selskap i aksjeporteføljen ²	8,3

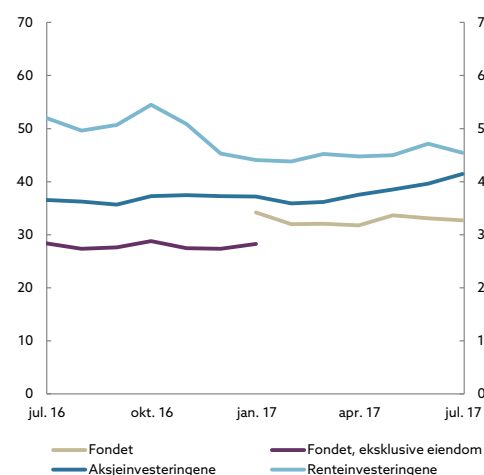
¹ Derivater er avbildet med den underliggende økonomiske eksponeringen.

² Eierskap i noterte og unoterte eiendomsselskaper er unntatt fra dette.

Figur 8 Forventet absolutt volatilitet for fondet. Prosent (venstre akse) og milliarder kroner (høyre akse)



Figur 9 Forventet relativ volatilitet for fondet. Basispunkter



av forventet relativ volatilitet, og måles mot fondets referanseindeks. Grensen for forventet relativ volatilitet for fondet, inkludert unotert eiendom, er på 1,25 prosentpoeng. Ved utgangen av kvartalet var fondets forventede relative volatilitet, inkludert unotert eiendom, 0,33 prosentpoeng.

Hovedstyret i Norges Bank har satt en grense for forventet ekstremavviksrisiko mellom avkastningen på fondet og tilhørende referanseindeks. Forvaltningen skal legges opp slik at forventet negativ relativ avkastning i ekstreme situasjoner ikke skal overstige 3,75 prosentpoeng. Med virkning fra 1. januar 2017 er investeringer i unotert eiendom også inkludert i beregningen av forventet ekstremavviksrisiko for fondet. Ved utgangen av andre kvartal var ekstremavviksrisikoen 1,44 prosentpoeng.

Operasjonell risikostyring

Norges Banks hovedstyre fastsetter rammene for operasjonell risikostyring og internkontroll i Norges Bank Investment Management. Hovedstyret har bestemt at det i løpet av en tolv måneders periode skal være mindre enn 20 prosent sannsynlighet for at operasjonelle risikofaktorer vil føre til en finansiell effekt på 750 millioner kroner eller mer. Denne grensen betegnes som styrets risikotoleranse.

Vi anslår hvert kvartal hvor store tap eller gevinster vi vil kunne få på ett års sikt som følge av uønskede operasjonelle hendelser i og rundt forvaltningen. Anslaget baseres på hendelser som har inntruffet, og vurdering av fremtidig risiko. Anslaget representerer fondets beregnede operasjonelle risikoeksponering. I andre kvartal var den estimerte operasjonelle risikoeksponeringen innenfor styrets

risikotoleranse. I kvartalet ble det registrert 136 uønskede operasjonelle hendelser. Samlet sett ga hendelsene en estimert finansiell effekt på 15,2 millioner kroner.

Finansdepartementet har satt regler for fondets forvaltning. Departementet skal orienteres ved vesentlige brudd på spesifiserte rammer. Det ble ikke avdekket noen slike brudd i løpet av kvartalet. Vi mottok i samme periode heller ikke noe varsel om vesentlige brudd på markedsreguleringer eller annen generell lovgivning fra lokale tilsynsmyndigheter.

ANSVARLIG FORVALTNING

Ansvarlig forvaltningsvirksomhet er en integrert del av forvaltningen. Arbeidet er organisert innen områdene standardsetting, eierskap og risikohåndtering. I løpet av kvartalet avholdt vi et møte med norske frivillige organisasjoner for å sikre god dialog og informasjon om vårt arbeid med ansvarlig forvaltningsvirksomhet.

Standardsetting

I løpet av kvartalet publiserte vi et forventningsdokument om skatt og åpenhet. Forventningene er rettet mot styrene i selskapene vi investerer i og forankret i internasjonale prinsipper. Hensikten med forventningene er å uttrykke hvordan Norges Bank Investment Management, som en finansiell investor, forventer at multinasjonale selskaper har en formålstjenlig, veloverveid og åpen skattepraksis.

Vi deltok i to separate høringer organisert av indekstilbyderne S&P Dow Jones Indices og FTSE Russell, hvor vi tok til orde for å bruke stemmerettigheter som et kriterium for å inkludere selskaper i indeksene.

I 2016 fikk professor George Serafeim ved Harvard Business School et forskningsoppdrag fra Norges Bank Investment Management om å se på eventuelle sammenhenger mellom bærekraftrapportering og selskapsavkastning. Forskningen tok utgangspunkt i fondets egne data om selskapenes rapportering. Forskningsresultatene er oppsummert i en rapport som ble publisert i løpet av kvartalet.

Som et ledd i arbeidet med å få bedre informasjon om bærekraftrelaterte forhold skrev Norges Bank Investment Management et høringsvar og var vertskap for et møte mellom investorer, selskaper og CDP i forbindelse med CDPs pågående prosjekt for å oppdatere sine spørreskjemaer til selskaper om klima, vann og avskoging.

Eierskap

Vi stemte ved 6 818 generalforsamlinger i andre kvartal, noe som representerer flertallet av årets generalforsamlinger. I løpet av kvartalet vurderte og stemte vi på 79 876 forslag.

I andre kvartal publiserte vi vårt syn på avlønning av administrerende direktør. Styret er ansvarlig for at administrerende direktør avlønnes på en måte som bidrar til langsiktig verdiskapning for selskapet og aksjonærene. Styret bør utvikle et avlønningssystem som er enkelt og som ikke blir en belastning for god selskapsstyring. Styret bør sørge for åpenhet om den totale godtgjørelsen for å unngå urimelige utfall, og at avlønningssystemet sikrer at alle øvrige ytelser har en klar forretningsmessig begrunnelse. I løpet av kvartalet gikk vi ut med vår støtte til styrets forslag til avlønning i Royal Bank of Scotland og endret avlønning i Credit Suisse.

Risikohåndtering

I andre kvartal har Norges Bank Investment Management jobbet med en intern kartlegging av klimarisiko i porteføljen. Kartleggingen var rettet mot sektorer med særskilt høy risiko-eksponering, og basert på ikke-finansielle data.

Det norske finansinitiativet (NFI) tildelte støtte til to ulike forskningsprosjekter ved Columbia University og New York University for å øke forståelsen av forholdet mellom klimaendringer og finansøkonomi.

Observasjon og utelukkelse

Norges Bank publiserte i kvartalet flere beslutninger om utelukkelse, observasjon og eierskapsutøvelse.

Selskapet Bharat Heavy Electricals Ltd ble utelukket etter en vurdering av risikoen for alvorlig miljøskade.

Selskapene PetroChina Co Ltd og Leonardo SpA ble satt til observasjon grunnet uakseptabel risiko for at selskapene medvirker til eller selv er ansvarlige for grov korrupsjon. Selskapene Hansae Yes24 Holdings Co Ltd og Hansae Co Ltd ble satt til observasjon på grunn av uakseptabel risiko for at de er ansvarlige for systematiske brudd på menneskerettigheter.

Hovedstyret besluttet også at Norges Bank Investment Management gjennom eierskapsutøvelsen skal følge opp risikoen for grov korrupsjon med Eni SpA og Saipem SpA.

Hovedtall

Tabell 10 Kvartalsvis avkastning

	2. kv. 2017	1. kv. 2017	4. kv. 2016	3. kv. 2016	2. kv. 2016	Hittil i år 30.06.2017
Avkastning målt i fondets valutakurv						
Aksjeinvesteringenes avkastning (prosent)	3,37	5,53	4,91	6,03	0,66	9,09
Renteinvesteringenes avkastning (prosent)	1,12	0,77	-2,35	0,89	2,49	1,90
Eiendomsinvesteringenes avkastning (prosent) ¹	2,05	0,62	1,25	2,29	-1,42	2,69
Fondets avkastning (prosent)	2,60	3,78	2,17	4,00	1,27	6,48
Fondets relative avkastning² (prosentpoeng)						
Fondets relative avkastning ² (prosentpoeng)	0,28	0,09	0,28	0,17	-0,11	0,38
Forvaltningskostnader (prosent)	0,02	0,02	0,01	0,01	0,01	0,03
Fondets avkastning etter forvaltningskostnader (prosent)	2,59	3,76	2,15	3,98	1,26	6,45
Avkastning målt i norske kroner (prosent)						
Aksjeinvesteringenes avkastning	2,92	6,85	8,74	1,54	1,11	9,97
Renteinvesteringenes avkastning	0,68	2,03	1,21	-3,39	2,95	2,73
Eiendomsinvesteringenes avkastning ¹	1,61	1,88	4,95	-2,04	-0,98	3,52
Fondets avkastning	2,15	5,08	5,90	-0,41	1,72	7,34

¹ Fra og med 2017 inkluderer eiendomsinvesteringenes avkastning kun unoterte eiendomsinvesteringer.

² Fondets relative avkastning inkluderer eiendomsinvesteringer fra og med 01.01.2017. Fondets relative avkastning før 2017 er beregnet på de aggregerte aksje- og renteinvesteringene.

Tabell 11 Akkumulert avkastning siden første tilførsel i 1996. Milliarder kroner

	2. kv. 2017	1. kv. 2017	4. kv. 2016	3. kv. 2016	2. kv. 2016
Aksjeinvesteringenes avkastning	2 576	2 404	2 129	1 866	1 650
Renteinvesteringenes avkastning	1 001	975	955	1 022	1 004
Eiendomsinvesteringenes avkastning ¹	44	41	38	37	31
Fondets avkastning	3 622	3 420	3 123	2 925	2 685

¹ Fra og med 2017 inkluderer eiendomsinvesteringenes avkastning kun unoterte eiendomsinvesteringer.

Tabell 12 Historiske nøkkeltall per 30. juni 2017. Annualiserte tall målt i fondets valutakurv

	Siden 01.01.1998	Siste 10 år	Siste 5 år	Siste 3 år	Siste 12 måneder
Fondets avkastning (prosent)	5,89	5,52	9,57	6,21	13,13
Fondets relative avkastning (prosentpoeng) ¹	0,27	0,05	0,26	0,12	0,89
Årlig prisvekst (prosent)	1,75	1,73	1,30	0,96	1,58
Årlige forvaltningskostnader (prosent)	0,09	0,08	0,06	0,06	0,06
Fondets netto realavkastning (prosent)	3,98	3,65	8,10	5,14	11,32
Fondets faktiske standardavvik (prosent)	7,41	9,05	5,92	6,36	3,47
Fondets faktiske relative volatilitet (prosentpoeng) ¹	0,70	0,91	0,37	0,38	0,26
Fondets informasjonsrate (IR) ^{1,2}	0,41	0,11	0,66	0,30	3,02

¹ Beregnet på aggregerte aksje- og renteinvesteringer frem til og med 2016.² IR er forholdstallet mellom fondets gjennomsnittlige månedlige relative avkastning og fondets faktiske relative volatilitet. IR viser den relative avkastningen per relativ risikoenhet.

Tabell 13 Nøkkeltall. Milliarder kroner

	2. kv. 2017	1. kv. 2017	4. kv. 2016	3. kv. 2016	2. kv. 2016
Markedsverdi					
Aksjeinvesteringenes markedsverdi	5 225	5 082	4 692	4 317	4 275
Renteinvesteringenes markedsverdi	2 597	2 592	2 577	2 584	2 681
Eiendomsinvesteringenes markedsverdi ¹	199	194	242	218	221
Fondets markedsverdi ²	8 020	7 867	7 510	7 118	7 177
Påløpt, ikke betalt, forvaltningsgodtgjøring ²	-2	-1	-4	-3	-2
Eiers kapital ²	8 018	7 866	7 507	7 116	7 175
Verdiutvikling f.o.m. første tilførsel i 1996					
Tilførsel/uttak av kapital ³	-16	-20	-27	-30	-24
Utbetalt forvaltningsgodtgjøring ³	0	-4	0	0	0
Fondets avkastning	202	297	198	240	94
Endring som følge av svingninger i kronekursen	-32	83	221	-269	28
Endring i markedsverdien	153	357	392	-58	98
Verdiutvikling f.o.m. første tilførsel i 1996					
Samlet tilførsel av kapital ⁴	3 360	3 375	3 397	3 423	3 452
Samlet avkastning	3 622	3 420	3 123	2 925	2 685
Samlet forvaltningsgodtgjøring ⁵	-37	-36	-35	-34	-33
Endring som følge av svingninger i kronekursen	1 076	1 108	1 025	804	1 073
Fondets markedsverdi	8 020	7 867	7 510	7 118	7 177
Samlet avkastning etter forvaltningskostnader	3 585	3 384	3 088	2 891	2 652

¹ Inkluderer kun unoterte eiendomsinvesteringer fra og med 2017.

² Fondets markedsverdi presenteres i tabellen før påløpt forvaltningsgodtgjøring. Eiers kapital i regnskapet er lik fondets markedsverdi fratrasket påløpt, ikke betalt, forvaltningsgodtgjøring.

³ Utbetalt forvaltningsgodtgjøring er spesifisert på egen linje og ikke inkludert under Tilførsel/uttak av kapital.

⁴ Samlet tilførsel av kapital presenteres i tabellen justert for påløpt, ikke betalt, forvaltningsgodtgjøring.

⁵ Forvaltningskostnader i datterselskaper, jf. Tabell 9.2 i regnskapet, er ikke en del av forvaltningsgodtgjøringen. Disse er allerede fratrasket i samlet avkastning, dvs. i avkastningen før forvaltningsgodtgjøring.

Regnskaps- rapportering

Regnskap

Resultatregnskap _____	22
Balanse _____	23
Kontantstrømoppstilling _____	24
Oppstilling av endringer i eiers kapital _____	25

Noter

Note 1	Generell informasjon _____	26
Note 2	Regnskapsprinsipper _____	27
Note 3	Avkastning per aktivaklasse _____	28
Note 4	Inntekt/kostnad fra Aksjer og andeler, Obligasjoner og Finansielle derivater _____	29
Note 5	Beholdninger av Aksjer og andeler, Obligasjoner og Finansielle derivater _____	30
Note 6	Unotert eiendom _____	31
Note 7	Måling til virkelig verdi _____	34
Note 8	Risiko _____	39
Note 9	Forvaltningskostnader _____	45

Revisor

Revisors uttalelse _____	47
--------------------------	----

Resultatregnskap

Beløp i millioner kroner	Note	2. kvartal 2017	2. kvartal 2016	Hittil i år 30.06.2017	Hittil i år 30.06.2016	2016
Resultat fra porteføljen før gevinst/tap valuta						
Inntekt/kostnad fra:						
- Aksjer og andeler	4	173 700	29 725	447 864	-137 100	342 813
- Obligasjoner	4	26 689	67 314	46 271	151 792	100 250
- Unotert eiendom	6	2 825	-74	5 500	780	6 942
- Finansielle derivater	4	-247	-2 697	683	-6 479	-3 213
- Utlån med sikkerhetsstillelse		951	1 176	1 816	2 091	4 013
- Innlån med sikkerhetsstillelse		-55	-81	-11	-63	23
Skattekostnad		-2 261	-1 466	-3 288	-2 394	-4 061
Renteinntekter/kostnader		-2	-23	-11	-34	-54
Andre kostnader		-3	-15	-6	-26	-40
Porteføljeresultat før gevinst/tap valuta		201 597	93 859	498 818	8 567	446 673
Gevinst/tap valuta		-32 358	27 913	50 647	-258 233	-306 099
Porteføljeresultat		169 239	121 772	549 465	-249 666	140 574
Forvaltningsgodtgjøring	9	-1 276	-1 058	-2 453	-1 810	-3 731
Periodens resultat og totalresultat		167 963	120 714	547 012	-251 476	136 843

Balanse

Beløp i millioner kroner	Note	30.06.2017	31.12.2016
EIENDELER			
Innskudd i banker		16 273	17 759
Utlån med sikkerhetsstillelse		152 532	134 338
Avgitt kontantsikkerhet		1 604	2 320
Uoppgjorte handler		60 791	13 196
Aksjer og andeler	5	4 832 476	4 373 042
Utlånte aksjer	5	372 621	340 865
Obligasjoner	5	2 241 326	2 220 286
Utlånte obligasjoner	5	467 431	454 735
Unotert eiendom	6	197 784	188 469
Finansielle derivater	5	8 636	9 366
Andre eiendeler		4 017	1 966
SUM EIENDELER		8 355 491	7 756 342
GJELD OG EIERS KAPITAL			
Gjeld			
Innlån med sikkerhetsstillelse		250 321	213 520
Mottatt kontantsikkerhet		3 411	3 688
Uoppgjorte handler		78 427	22 195
Finansielle derivater	5	2 839	4 501
Annen gjeld		265	1 944
Skyldig forvaltningsgodtgjøring	9	2 453	3 731
Sum gjeld		337 716	249 579
Eiers kapital		8 017 775	7 506 763
SUM GJELD OG EIERS KAPITAL		8 355 491	7 756 342

Kontantstrømpoppstilling

Beløp i millioner kroner, innbetaling (+) / utbetaling (-)	Hittil i år 30.06.2017	Hittil i år 30.06.2016	2016
Operasjonelle aktiviteter			
Innbetaling av utbytte fra aksjer og andeler	75 091	71 456	118 517
Innbetaling av renter fra obligasjoner	38 471	37 582	74 832
Innbetaling av renter og utbytte fra datterselskaper unotert eiendom	1 758	1 898	3 657
Netto innbetaling av renter og honorar fra utlån og innlån med sikkerhetsstillelse	1 635	1 828	4 097
<i>Innbetalinger av renter, utbytte og honorar fra beholdninger i aksjer og andeler, obligasjoner og unotert eiendom</i>	<i>116 955</i>	<i>112 764</i>	<i>201 103</i>
Netto kontantstrøm ved kjøp og salg av aksjer og andeler	-91 488	-59 217	-72 588
Netto kontantstrøm ved kjøp og salg av obligasjoner	9 767	-19 366	-38 151
Netto kontantstrøm til/fra investeringer i datterselskaper unotert eiendom	-4 383	-1 379	-17 269
Netto kontantstrøm finansielle derivater	-3 047	-1 891	84
Netto kontantstrøm kontantsikkerhet ved derivattransaksjoner	225	-7 086	983
Netto kontantstrøm utlån og innlån med sikkerhetsstillelse	17 927	39 049	50 236
Netto utbetaling av skatt	-5 486	-4 052	-3 116
Netto kontantstrøm knyttet til renter på innskudd i banker og kassekreditt	-73	6	-
Netto kontantstrøm knyttet til andre kostnader, andre eiendeler og annen gjeld	-1 490	1 482	-430
Utbetaling forvaltningsgodtgjøring til Norges Bank ¹	-3 731	-3 933	-3 933
Netto innbetaling/utbetaling fra operasjonelle aktiviteter	35 176	56 377	116 919
Finansieringsaktiviteter			
Tilførsel fra den norske stat ²	-	-	-
Uttak fra den norske stat ²	-36 185	-44 552	-100 616
Netto innbetaling/utbetaling fra finansieringsaktiviteter	-36 185	-44 552	-100 616
Netto endring i kontanter			
Innskudd i banker per 1. januar	17 759	2 543	2 543
Netto økning/reduksjon av kontanter i perioden	-1 009	11 825	16 303
Netto gevinst/tap valuta på kontanter	-477	-1 239	-1 087
Innskudd i banker per periodens slutt	16 273	13 129	17 759

¹ Forvaltningsgodtgjøring som fremkommer i *Kontantstrømpoppstillingen* for en periode er oppgjør av godtgjøring påløpt og resultatført i forrige år.

² *Tilførsel/uttak* inkluderer her kun de overføringer som er gjort opp i perioden (kontantprinsippet). Tilførsel/uttak i *Oppstilling av endringer i eiers kapital* er basert på opptjent tilførsel/uttak.

Oppstilling av endringer i eiers kapital

Beløp i millioner kroner	Tilført fra eier	Opptjente resultater	Sum eiers kapital ¹
1. januar 2016	3 494 640	3 976 580	7 471 220
Totalresultat	-	-251 476	-251 476
Netto tilførsel/uttak i perioden ¹	-44 800	-	-44 800
30. juni 2016	3 449 840	3 725 104	7 174 944
1. juli 2016	3 449 840	3 725 104	7 174 944
Totalresultat	-	388 319	388 319
Netto tilførsel/uttak i perioden	-56 500	-	-56 500
31. desember 2016	3 393 340	4 113 423	7 506 763
1. januar 2017	3 393 340	4 113 423	7 506 763
Totalresultat	-	547 012	547 012
Netto tilførsel/uttak i perioden ¹	-36 000	-	-36 000
30. juni 2017	3 357 340	4 660 435	8 017 775

¹ I de to første kvartalene av 2017 ble 39,7 milliarder kroner trukket fra kronekontoen. Av dette ble 3,7 milliarder kroner benyttet til å betale skyldig forvaltningsgodtgjøring for 2016. I de to første kvartalene av 2016 ble 48,7 milliarder kroner trukket fra kronekontoen. Av dette ble 3,9 milliarder kroner benyttet til å betale skyldig forvaltningsgodtgjøring for 2015.

Norges Banks hovedstyre
Oslo, 16. august 2017



Øystein Olsen
Leder



Jon Nicolaisen
Første nestleder



Egil Matsen
Andre nestleder



Hilde Myrberg



Karen Helene Ulltveit-Moe



Kjetil Storesletten



Kathryn M. Baker



Steinar Juel

Noter til regnskapsrapportering

Note 1 Generell Informasjon

1. INNLEDNING

Norges Bank er sentralbanken i Norge. Banken forvalter landets valutareserver og Statens pensjonsfond utland (SPU).

SPU skal støtte statlig sparing for finansiering av fremtidige utgifter og underbygge langsiktige hensyn ved bruk av Norges petroleumsinntekter. Stortinget har fastsatt rammene i lov om Statens pensjonsfond, og Finansdepartementet har det formelle ansvaret for fondets forvaltning. SPU forvaltes av Norges Bank på vegne av Finansdepartementet i henhold til lov om Statens pensjonsfond § 2 annet ledd og mandat for forvaltning av Statens pensjonsfond utland fastsatt av Finansdepartementet. Hovedstyret i Norges Bank har delegert gjennomføringen av forvaltningsoppdraget til Norges Bank Investment Management (NBIM).

Finansdepartementet har plassert fondsmidlene til forvaltning i SPU som et kroneinnskudd på en særskilt konto i Norges Bank

(*kronekontoen*). Banken skal i eget navn videreplassere kronekontoen i en investeringsportefølje bestående av aksjer, rentepapirer og fast eiendom. SPU er i sin helhet investert utenfor Norge.

I henhold til mandat for forvaltningen foretas overføringer til og fra kronekontoen. Når Statens petroleumsinntekter overstiger Statens oljepengebruk over statsbudsjettet vil det gjøres innskudd på kronekontoen. I motsatte tilfeller vil det gjøres uttak. Overføringer til og fra kronekontoen medfører en tilsvarende endring i *Eiers kapital*.

2. GODKJENNING AV KVARTALSREGNSKAPET

Kvartalsregnskapet til Norges Bank for andre kvartal 2017, som kun omfatter regnskapsrapporteringen for SPU, ble godkjent av hovedstyret 16. august 2017.

Note 2 Regnskapsprinsipper

1. GRUNNLAG FOR UTARBEIDELSE AV KVARTALSREGNSKAPET

Forskrift om årsregnskap m.m. for Norges Bank, som er fastsatt av Finansdepartementet, angir at Norges Banks regnskap skal omfatte regnskapsrapportering for SPU og at det skal utarbeides i samsvar med International Financial Reporting Standards (IFRS) som fastsatt av EU.

Norges Bank utarbeider kvartalsregnskap for SPU med regnskapsavslutning 31. mars, 30. juni og 30. september. Kvartalsregnskapet utarbeides i henhold til IAS 34 *Delårsrapportering*.

Kvartalsregnskapet er basert på de samme regnskapsprinsipper og beregningsmetoder som benyttet for 2016. Regnskapsprinsipper fremgår av årsrapport 2016, og kvartalsregnskapet bør derfor leses i sammenheng med denne. Ingen nye eller endrede standarder med vesentlig påvirkning på regnskapet har blitt implementert i første halvår 2017.

2. VESENTLIGE ESTIMATER OG SKJØNNSMESSIGE VURDERINGER

Utarbeidelsen av regnskapet innebærer bruk av estimater og skjønnsmessige vurderinger som kan påvirke eiendeler, forpliktelser, inntekter og kostnader. Estimater og skjønnsmessige vurderinger baseres på tidligere erfaringer og forventninger om fremtidige hendelser som anses å være sannsynlige på det tidspunktet regnskapet avlegges. Estimatenes er basert på beste skjønn, men faktisk resultat kan avvike fra estimatet.

I tilfeller hvor det foreligger spesielt usikre estimater, er dette omtalt i de respektive notene. For ytterligere informasjon om vesentlige estimater og skjønnsmessige vurderinger vises det til de relevante notene i årsrapport 2016.

Note 3 Avkastning per aktivaklasse

Tabell 3.1 Avkastning per aktivaklasse

	2. kvartal 2017	1. kvartal 2017	4. kvartal 2016	3. kvartal 2016	2. kvartal 2016	Hittil i år 30.06.2017
Avkastning målt i fondets valutakurv						
Aksjeinvesteringenes avkastning (prosent)	3,37	5,53	4,91	6,03	0,66	9,09
Renteinvesteringenes avkastning (prosent)	1,12	0,77	-2,35	0,89	2,49	1,90
Eiendomsinvesteringenes avkastning ¹ (prosent)	2,05	0,62	1,25	2,29	-1,42	2,69
Fondets avkastning (prosent)	2,60	3,78	2,17	4,00	1,27	6,48
Fondets relative avkastning ² (prosentpoeng)	0,28	0,09	0,28	0,17	-0,11	0,38
Avkastning målt i norske kroner (prosent)						
Aksjeinvesteringenes avkastning	2,92	6,85	8,74	1,54	1,11	9,97
Renteinvesteringenes avkastning	0,68	2,03	1,21	-3,39	2,95	2,73
Eiendomsinvesteringenes avkastning ¹	1,61	1,88	4,95	-2,04	-0,98	3,52
Fondets avkastning	2,15	5,08	5,90	-0,41	1,72	7,34

¹ Eiendomsinvesteringenes avkastning inkluderer kun unoterte eiendomsinvesteringer fra og med 2017.

² Fondets relative avkastning inkluderer eiendomsinvesteringer fra og med 01.01.2017. Fondets relative avkastning før 2017 er beregnet på de aggregerte aksje- og renteinvesteringene.

For nærmere informasjon om beregningsmetode i avkastningsmålingen, se note 3
Avkastning per aktivaklasse i årsrapport 2016.

Note 4 Inntekt/kostnad fra Aksjer og andeler, Obligasjoner og Finansielle derivater

Tabell 4.1 til 4.3 spesifiserer inntekts- og kostnadselementer, for henholdsvis *Aksjer og andeler*, *Obligasjoner* og *Finansielle derivater*,

hvor linjen *Inntekt/kostnad* viser beløpet innregnet i resultatregnskapet for den aktuelle resultatlinjen.

Tabell 4.1 Spesifisering Inntekt/kostnad fra aksjer og andeler

Beløp i millioner kroner	2. kvartal 2017	2. kvartal 2016	Hittil i år 30.06.2017	Hittil i år 30.06.2016	2016
Utbytte	49 774	46 712	78 484	74 079	118 584
Realisert gevinst/tap	77 386	24 118	146 127	33 031	107 005
Urealisert gevinst/tap	46 540	-41 105	223 253	-244 210	117 224
Inntekt/kostnad fra aksjer og andeler før gevinst/tap valuta	173 700	29 725	447 864	-137 100	342 813

Tabell 4.2 Spesifisering Inntekt/kostnad fra obligasjoner

Beløp i millioner kroner	2. kvartal 2017	2. kvartal 2016	Hittil i år 30.06.2017	Hittil i år 30.06.2016	2016
Renter	18 287	18 584	36 631	35 582	72 573
Realisert gevinst/tap	3 375	9 419	3 624	16 174	30 861
Urealisert gevinst/tap	5 027	39 311	6 016	100 036	-3 184
Inntekt/kostnad fra obligasjoner før gevinst/tap valuta	26 689	67 314	46 271	151 792	100 250

Tabell 4.3 Spesifisering Inntekt/kostnad fra finansielle derivater

Beløp i millioner kroner	2. kvartal 2017	2. kvartal 2016	Hittil i år 30.06.2017	Hittil i år 30.06.2016	2016
Utbytte	52	61	72	63	102
Renter	-51	-345	-1 396	-364	-2 113
Realisert gevinst/tap	191	-198	168	-1 261	-3 251
Urealisert gevinst/tap	-439	-2 215	1 839	-4 917	2 049
Inntekt/kostnad fra finansielle derivater før gevinst/tap valuta	-247	-2 697	683	-6 479	-3 213

Note 5 Beholdninger av Aksjer og andeler, Obligasjoner og Finansielle derivater

Tabell 5.1 Aksjer og andeler

Beløp i millioner kroner	30.06.2017		31.12.2016	
	Virkelig verdi inkl. utbytte	Opptjent utbytte	Virkelig verdi inkl. utbytte	Opptjent utbytte
Aksjer og andeler	5 205 097	8 951	4 713 907	5 557
Sum aksjer og andeler	5 205 097	8 951	4 713 907	5 557
<i>Herav utlånte aksjer</i>	372 621		340 865	

Tabell 5.2 Obligasjoner

Beløp i millioner kroner	Nominell verdi	30.06.2017		Nominell verdi	31.12.2016	
		Virkelig verdi inkl. opptjente renter	Opp-tjente renter		Virkelig verdi inkl. opptjente renter	Opp-tjente renter
Statsobligasjoner	1 280 403	1 450 608	10 773	1 290 977	1 461 360	11 356
Statsrelaterte obligasjoner	328 221	341 118	2 122	319 602	334 137	2 390
Realrente obligasjoner	111 454	130 875	426	114 916	140 814	547
Selskapsobligasjoner	624 000	647 143	5 772	573 749	591 146	5 992
Pantesikrede obligasjoner	145 470	139 013	830	141 566	147 564	1 478
Sum obligasjoner	2 489 548	2 708 757	19 923	2 440 810	2 675 021	21 763
<i>Herav utlånte obligasjoner</i>		467 431			454 735	

Tabell 5.3 Finansielle derivater

Beløp i millioner kroner	Pålydende verdi	30.06.2017		Pålydende verdi	31.12.2016	
		Virkelig verdi Eiendel	Gjeld		Virkelig verdi Eiendel	Gjeld
Valutaderivater	231 632	1 464	1 457	321 580	4 586	1 995
Rentederivater	35 381	932	1 382	31 284	528	2 506
Aksjederivater	6 611	6 240	-	6 645	4 252	-
Sum finansielle derivater	273 624	8 636	2 839	359 509	9 366	4 501

Note 6 Unotert eiendom

Investeringer i unotert eiendom utføres gjennom datterselskaper av Norges Bank, utelukkende etablert som en del av forvaltningen av SPU. Datterselskaper som er presentert i balansen som *Unotert eiendom* er utpekt ved førstegangsinnregning til *virkelig verdi over resultatet*. Endringer i virkelig verdi resultatføres og presenteres som *Inntekt/kostnad fra unotert eiendom*.

Virkelig verdi av unotert eiendom anses å være summen av SPUs andel av eiendeler og forpliktelser som inngår i de underliggende eiendomsselskapene, målt til virkelig verdi. For

ytterligere informasjon angående måling til virkelig verdi av de unoterte eiendomsinvesteringene, se note 7 *Måling til virkelig verdi*.

Datterselskaper finansieres gjennom egenkapital og langsiktige lån. Netto inntekt i datterselskapene kan bli distribuert til SPU i form av utbytte og renter samt tilbakebetaling av egenkapital og lånefinansieringen gitt fra SPU til datterselskapet. Det er ingen vesentlige restriksjoner på distribusjon av utbytte og renter fra datterselskaper til SPU.

Tabell 6.1 spesifiserer linjen *Inntekt/kostnad fra unotert eiendom* i resultatregnskapet, før gevinst/tap valuta.

Tabell 6.1 Inntekt/kostnad fra unotert eiendom

Beløp i millioner kroner	2. kvartal 2017	2. kvartal 2016	Hittil i år 30.06.2017	Hittil i år 30.06.2016	2016
Innbetaling av utbytte	566	714	953	1 247	2 167
Innbetaling av renter	445	478	805	651	1 490
Urealisert gevinst/tap	1 814	-1 266	3 742	-1 118	3 285
Inntekt/kostnad fra unotert eiendom før gevinst/tap valuta	2 825	-74	5 500	780	6 942

Tabell 6.2 spesifiserer endringer i perioden for balanselinjen *Unotert eiendom*.

Tabell 6.2 Balanseendringer unotert eiendom

Beløp i millioner kroner	30.06.2017	31.12.2016
Unotert eiendom, inngående balanse for perioden	188 469	180 021
Utbetaling til nye investeringer ¹	2 959	19 147
Utbetaling til eksisterende investeringer ¹	2 341	2 808
Innbetaling fra eksisterende investeringer ¹	-917	-4 686
Urealisert gevinst/tap	3 742	3 285
Valutaeffekt ved omregning til norske kroner	1 190	-12 106
Unotert eiendom, utgående balanse for perioden	197 784	188 469

¹ Dette representerer kontantstrømmer mellom SPU og datterselskaper presentert som *Unotert eiendom*. SPU foretar kontantoverføringer til datterselskaper gjennom egenkapital og langsiktige lån for å finansiere investeringer i eiendom, primært bygninger. Netto inntekt i datterselskaper kan overføres til SPU gjennom tilbakebetaling av tidligere mottatt egenkapital og lånefinansiering.

UNDERLIGGENDE EIENDOMSSKAPER

Datterselskapene har investeringer i andre ikke-konsoliderte unoterte selskaper. Disse enhetene har videre investert i eiendom, primært bygninger.

I tabellene nedenfor gis en ytterligere spesifisering av *Unotert eiendom*. Tabell 6.3 spesifiserer SPU's andel av inntekter og kostnader generert i de underliggende datterselskapene som er grunnlaget for *Inntekt/*

kostnad fra unotert eiendom presentert i tabell 6.1. Tabell 6.4 spesifiserer SPU's andel av eiendeler og forpliktelser i de underliggende datterselskapene som inngår i *Unotert eiendom* som presentert i tabell 6.2.

Tabell 6.3 Inntekt fra underliggende eiendomsselskaper

Beløp i millioner kroner	2. kvartal 2017	2. kvartal 2016	Hittil i år 30.06.2017	Hittil i år 30.06.2016	2016
Netto leieinntekter ¹	2 121	1 907	4 134	3 829	7 645
Realisert gevinst/tap	7	31	15	53	109
Virkelig verdiendringer – bygninger ²	1 233	-1 440	2 555	-1 590	1 416
Virkelig verdiendringer – gjeld ²	-32	-179	-220	-511	-191
Transaksjonskostnader	-31	-13	-47	-32	-411
Rentekostnader eksternt gjeld	-146	-163	-307	-335	-622
Betalbar skatt	-53	-22	-65	-50	-151
Endring utsatt skatt	-100	-56	-157	-140	-174
Eiendomsforvaltning – faste honorarer ³	-122	-151	-249	-254	-454
Eiendomsforvaltning – variable honorarer ³	-6	64	-76	-85	-39
Forvaltningskostnader innenfor rammen fra Finansdepartementet ⁴	-22	-20	-38	-40	-81
Andre driftskostnader	-24	-32	-45	-65	-105
Netto inntekt underliggende eiendomsselskaper	2 825	-74	5 500	780	6 942

¹ Netto leieinntekter består i all hovedsak av opptjente leieinntekter med fradrag for kostnader til drift og vedlikehold av bygningene.

² Dette omfatter kun virkelig verdiendringer av bygninger og gjeld og vil derfor ikke tilsvare urealisert gevinst/tap presentert i tabell 6.1 som inkluderer overskudd som ikke er utdelt.

³ Faste og variable honorarer for eiendomsforvaltning er direkte relatert til de underliggende bygningene og er primært knyttet til drift og utvikling av bygninger og leieforhold. Variable honorarer til eksterne forvaltere er basert på oppnådde prestasjonsmål over tid.

⁴ Se tabell 9.2 for spesifikasjon av forvaltningskostnader som måles mot rammen for forvaltningsgodtgjøring fra Finansdepartementet.

Tabell 6.4 Eiendeler og forpliktelser underliggende eiendomsselskaper

Beløp i millioner kroner	30.06.2017	31.12.2016
Innskudd i banker	2 527	2 272
Bygninger	210 731	204 635
Eksternt gjeld	-14 103	-15 727
Betalbar skatt	-82	-204
Netto utsatt skatt	-1 363	-1 153
Netto andre eiendeler og forpliktelser	74	-1 354
Sum eiendeler og forpliktelser underliggende eiendomsselskaper	197 784	188 469

Note 7 Måling til virkelig verdi

1. INNLEDNING

Virkelig verdi for majoriteten av eiendeler og gjeld er basert på offisielle sluttkurser og observerbare markedspriser. Dersom markedet for et verdipapir eller en eiendel ikke er aktivt, fastsettes virkelig verdi ved hjelp av standard verdsettelsesmodeller.

Alle eiendeler og gjeldsposter som måles til virkelig verdi har blitt inndelt i de tre kategoriene

i hierarkiet for virkelig verdi, presentert i tabell 7.1. Inndelingen er basert på vurdert verdsettelsesusikkerhet.

For en oversikt over verdsettelsesmetoder og modeller, samt definisjoner og anvendelse av kategoriene for verdsettelsesusikkerhet, se note 7 *Måling til virkelig verdi* i årsrapport 2016.

VESENTLIG ESTIMAT

Nivå 3 investeringer består av instrumenter holdt til virkelig verdi, men som ikke handles eller prises i et aktivt marked. Virkelig verdi er fastsatt ved bruk av verdsettelsesteknikker som bruker modeller med ikke-observerbare inndata. Dette innebærer en betydelig usikkerhet rundt fastsettelsen av virkelig verdi.

2. HIERARKIET FOR VIRKELIG VERDI

Tabell 7.1 Investeringer på nivåer for verdsettelsesusikkerhet

Beløp i millioner kroner	Nivå 1		Nivå 2		Nivå 3		Totalt	
	30.06.2017	31.12.2016	30.06.2017	31.12.2016	30.06.2017	31.12.2016	30.06.2017	31.12.2016
Aksjer og andeler	5 162 133	4 673 199	32 258	28 845	10 706	11 863	5 205 097	4 713 907
Statsobligasjoner	1 388 559	1 369 188	62 049	92 172	-	-	1 450 608	1 461 360
Statsrelaterte obligasjoner	291 498	279 772	48 451	53 463	1 169	902	341 118	334 137
Realrenteobligasjoner	121 847	124 646	9 028	16 168	-	-	130 875	140 814
Selskapsobligasjoner	616 298	538 692	30 582	52 293	263	161	647 143	591 146
Pantesikrede obligasjoner	130 352	136 088	8 498	11 149	163	327	139 013	147 564
Sum obligasjoner	2 548 554	2 448 386	158 608	225 245	1 595	1 390	2 708 757	2 675 021
Finansielle derivater (eiendeler)	117	291	8 519	9 075	-	-	8 636	9 366
Finansielle derivater (gjeld)	-	-	-2 839	-4 501	-	-	-2 839	-4 501
Sum finansielle derivater	117	291	5 680	4 574	-	-	5 797	4 865
Unotert eiendom	-	-	-	-	197 784	188 469	197 784	188 469
Annet ¹	-	-	-97 207	-71 768	-	-	-97 207	-71 768
Totalt	7 710 804	7 121 876	99 339	186 896	210 085	201 722	8 020 228	7 510 494
Totalt (prosent)	96,1	94,8	1,2	2,5	2,6	2,7	100,0	100,0

¹ Annet består av ikke-investerings eiendeler og forpliktelser begrenset til pengemarkedsinstrumenter som utlån og innlån med sikkerhetsstillelse, innskudd i banker, uoppgjorte handler, avgitt og mottatt kontantsikkerhet og andre eiendeler og gjeld.

Verdsettelsesusikkerheten for SPU totalt ved utgangen av andre kvartal 2017 er i hovedsak uendret sammenlignet med utgangen av 2016. Majoriteten av den totale porteføljen er forbundet med lav verdsettelsesusikkerhet. Ved utgangen av andre kvartal var 97,3 prosent klassifisert som nivå 1 eller 2. Bevegelser mellom nivåer i hierarkiet for virkelig verdi er nærmere omtalt i punkt 3 i denne noten.

Aksjer og andeler

Målt som andel av total verdi er tilnærmet alle aksjer og andeler (99,2 prosent) priset ut i fra offisielle sluttkurser på børs og klassifisert som nivå 1. Et fåtall aksjer og andeler (0,6 prosent) er verdsatt basert på annen observerbar inndata enn noterte priser som omfattes av nivå 1 og er klassifisert som nivå 2. Herunder klassifiseres aksjer som nylig er suspendert fra handel eller illikvide verdipapirer som ikke handles hver dag. Noen beholdninger (0,2 prosent) som for eksempel aksjer som ikke er børsnotert, er

illikvide grunnet bindingstid, eller som har vært suspendert fra handel over en lengre periode er verdsatt til virkelig verdi basert på utstrakt bruk av ikke-observerbar inndata. Disse beholdningene har høy usikkerhet rundt etablering av virkelig verdi og er klassifisert som nivå 3.

Obligasjoner

Majoriteten av obligasjoner (94,1 prosent) har observerbare priser som kan handles på og er klassifisert som nivå 1. Et mindretall obligasjoner (5,8 prosent) er klassifisert som nivå 2. Disse er verdsatt basert på observerbar inndata som noterte priser i markeder som ikke anses som aktive, eller de prises ut i fra sammenlignbare, men likvide, obligasjoner. Enkelte obligasjoner (0,1 prosent), hvor markedspriser ikke er observerbare, er klassifisert som nivå 3.

Unotert eiendom

Alle unoterte eiendomsinvesteringer er klassifisert som nivå 3, da modeller er brukt for å verdsette de underliggende eiendelene og forpliktelsene med utstrakt bruk av ikke-observerbare inndata. Alle eiendommer er målt til verdien fastsatt av eksterne verdsettere. Unntaket er nylig innkjøpte eiendommer der kostpris eksklusive transaksjonskostnader

normalt er vurdert som det beste anslaget på virkelig verdi, eller tilfeller hvor det finnes indikasjoner på at verdien fastsatt av eksterne verdsettere ikke gjenspeiler virkelig verdi, slik at justering av verdsettelse er berettiget.

3. BEVEGELSER MELLOM NIVÅER I HIERARKIET

Reklassifisering mellom nivå 1 og nivå 2

Den relative andelen aksjer klassifisert som nivå 1 eller 2 er tilnærmet uendret gjennom kvartalet og sammenlignet mot årsslutt 2016.

Det har vært en nedgang i verdsettelsesusikkerheten for obligasjoner i første halvår. Nedgangen hittil i år skyldes at de aller fleste kjøp i andre kvartal har vært innen nivå 1, samt at en vesentlig andel obligasjoner tidligere klassifisert som nivå 2 har forfalt eller blitt solgt. I første kvartal var det en nedgang i verdsettelsesusikkerhet fordi enkelte selskapsobligasjoner denominert i amerikanske dollar ble reklassifisert fra nivå 2 til nivå 1 grunnet et tilstrekkelig antall observerbare kurser ved utgangen av kvartalet. Dette bekrefter et tidligere observert mønster hvor enkelte obligasjoner har lavere likviditet ved årsslutt sammenlignet med andre kvartaler.

Tabell 7.2 Endringer i nivå 3 beholdninger

Beløp i millioner kroner	01.01.2017	Kjøp	Salg	Forfalte og innbetalte	Netto gevinst/tap	Overført til nivå 3	Overført fra nivå 3	Gevinst/tap valuta	30.06.2017
Aksjer og andeler	11 863	13	-1 508	-199	-92	289	-165	505	10 706
Obligasjoner	1 390	-	-	-193	-7	436	-	-31	1 595
Unotert eiendom ¹	188 469	4 383	-	-	3 742	-	-	1 190	197 784
Totalt	201 722	4 396	-1 508	-392	3 643	725	-165	1 664	210 085

Beløp i millioner kroner	01.01.2016	Kjøp	Salg	Forfalte og innbetalte	Netto gevinst/tap	Overført til nivå 3	Overført fra nivå 3	Gevinst/tap valuta	31.12.2016
Aksjer og andeler	3 607	9 956	-455	-41	-533	257	-842	-86	11 863
Obligasjoner	2 731	-	-1 011	-163	-33	6	-91	-49	1 390
Unotert eiendom ¹	180 021	17 269	-	-	3 285	-	-	-12 106	188 469
Totalt	186 359	27 225	-1 466	-204	2 719	263	-933	-12 241	201 722

¹ Kjøp representerer netto kontantstrøm i perioden fra SPU til datterselskaper presentert som *Unotert eiendom*.

Den relative andelen av beholdninger klassifisert som nivå 3 er tilnærmet uendret fra årsslutt 2016. I absolutt verdi har aksjer klassifisert som nivå 3 blitt redusert med 1,2 milliarder kroner. Dette skyldes hovedsakelig salg av aksjer tidligere klassifisert som nivå 3. Verdien av obligasjoner klassifisert som nivå 3

har økt med 205 millioner kroner. Dette skyldes hovedsakelig at to selskapsobligasjoner denominert i amerikanske dollar har blitt reklassifisert til nivå 3 da det ikke er tilgjengelig observerbar markedsdata for disse to obligasjonene.

4. SENSITIVITETSANALYSE FOR NIVÅ 3 BEHOLDNINGER

Tabell 7.3 Ytterligere spesifisering nivå 3 og sensitiviteter

Beløp i millioner kroner	Spesifisering av nivå 3 per 30.06.2017	Sensiviteter 30.06.2017		Spesifisering av nivå 3 per 31.12.2016	Sensiviteter 31.12.2016	
		Ufordel- aktige endringer	Fordel- aktige endringer		Ufordel- aktige endringer	Fordel- aktige endringer
Aksjer og andeler	10 706	-2 222	2 222	11 863	-2 638	2 606
Statsrelaterte obligasjoner	1 169	-117	117	902	-90	90
Selskapsobligasjoner	263	-26	26	161	-16	16
Pantesikrede obligasjoner	163	-16	16	327	-33	33
Sum obligasjoner	1 595	-159	159	1 390	-139	139
Unotert eiendom	197 784	-9 537	10 708	188 469	-9 678	10 711
Totalt	210 085	-11 918	13 089	201 722	-12 455	13 456

Det er usikkerhet knyttet til virkelig verdi av beholdninger klassifisert som nivå 3 fordi ikke-observerbare inndata er benyttet i verdsettelsen. I sensitivitetsanalysen presentert i tabell 7.3 har rimelige alternative forutsetninger til de viktigste ikke-observerbare inndata i verdsettelsesmodellene blitt benyttet. De fordelaktige og ufordelaktige endringene i virkelig verdi illustrerer sensitiviteten i estimatene knyttet til endringer i de viktigste ikke-observerbare inndata i verdsettelsen.

Estimater for eiendomsverdiene er spesielt sensitive til endringer i avkastningskrav og forutsetninger som påvirker fremtidige inntekter. Under en ufordelaktig endring er det beregnet at en økning i avkastningskrav på 0,2 prosentpoeng, og en reduksjon i frem-

tidige leieinntekter på 2 prosent vil redusere eiendomsporteføljens verdi med om lag 4,8 prosent eller 9 537 millioner kroner.

Under en fordelaktig endring vil en reduksjon i avkastningskrav på 0,2 prosentpoeng og en økning i fremtidige leieinntekter på 2 prosent øke eiendomsporteføljens verdi med 5,4 prosent eller 10 708 millioner kroner.

Sensitivitet for obligasjoner klassifisert som nivå 3 er tilnærmet uendret sammenlignet med årsslutt, men har økt i absolutt verdi grunnet økt beholdning av obligasjoner klassifisert som nivå 3. Sensitivitet for aksjer klassifisert som nivå 3 er noe redusert, hovedsakelig grunnet redusert beholdning av aksjer klassifisert som nivå 3.

Note 8 Risiko

MARKEDSRISIKO

Markedsrisiko er risiko for endringer i porteføljens verdi på grunn av endring i aksjekurser, renter, eiendomsverdier, valutakurser og kredittpåslag. Norges Bank Investment Management måler markedsrisiko både for den faktiske porteføljen og den relative markedsrisikoen for plasseringer for SPU.

Aktivaklasse per land og valuta

Porteføljen er investert på tvers av flere aktivaklasser, land og valutaer som vist i tabell 8.1.

Tabell 8.1 Fordeling per aktivaklasse, land og valuta

Markedsverdi i prosent per land og valuta ¹					Markedsverdi i prosent per aktivaklasse		Eiendeler minus gjeld for forvaltningsgodtgjøring	
Aktivaklasse	Marked	30.06.2017	Marked	31.12.2016	30.06.2017	31.12.2016	30.06.2017	31.12.2016
Aksjer	Utviklet	90,0	Utviklet	90,5				
	USA	36,3	USA	37,6				
	Storbritannia	9,7	Storbritannia	9,8				
	Japan	9,0	Japan	9,0				
	Tyskland	5,6	Tyskland	5,4				
	Frankrike	5,3	Frankrike	5,2				
	Sum andre	24,1	Sum andre	23,5				
	Fremvoksende	10,0	Fremvoksende	9,5				
	Kina	2,9	Kina	2,7				
	Taiwan	1,7	Taiwan	1,5				
	India	1,1	India	1,0				
	Brasil	0,7	Brasil	0,8				
	Sør-Afrika	0,6	Sør-Afrika	0,6				
	Sum andre	3,0	Sum andre	2,9				
Sum aksjer					65,14	62,47	5 224 545	4 691 863
Obligasjoner	Utviklet	87,7	Utviklet	87,6				
	Amerikanske dollar	43,0	Amerikanske dollar	43,7				
	Euro	26,4	Euro	25,3				
	Japanske yen	6,1	Japanske yen	5,9				
	Britiske pund	4,0	Britiske pund	4,6				
	Kanadiske dollar	3,1	Kanadiske dollar	3,0				
	Sum andre	5,1	Sum andre	5,1				
	Fremvoksende	12,3	Fremvoksende	12,4				
	Meksikanske peso	2,3	Meksikanske peso	1,9				
	Sørkoreanske won	1,8	Sørkoreanske won	1,7				
	Polske zloty	1,0	Indiske rupi	0,9				
	Indiske rupi	0,9	Polske zloty	0,8				
	Indonesiske rupiah	0,9	Brasilianske real	0,8				
	Sum andre	5,4	Sum andre	6,3				
Sum obligasjoner					32,38	34,31	2 596 976	2 576 875
Unotert eiendom	USA	49,1	USA	46,0				
	Storbritannia	22,9	Storbritannia	23,0				
	Frankrike	15,2	Frankrike	14,6				
	Sveits	4,5	Tyskland	7,6				
	Tyskland	3,5	Sveits	3,6				
	Sum andre	4,8	Sum andre	5,2				
Sum unotert eiendom ²					2,48	3,22	198 707	241 756

¹ Markedsverdi i prosent per land og valuta inkluderer derivater og kontanter.² Børsnoterte eiendomsinvesteringer er presentert som Aksjer fra og med 01.01.2017. Disse var tidligere inkludert i aktivaklassen Eiendom. Sammenlignbare tall er ikke omarbeidet.

Ved utgangen av andre kvartal var aksjeandelen i fondet 65,1 prosent. Dette er en økning fra 62,5 prosent ved årsslutt 2016. Obligasjonsporteføljens andel av fondet har gått ned til 32,4 prosent i andre kvartal, fra 34,3 prosent ved årsslutt. Denne endringen i aktivaklasseallokering hittil i år var hovedsakelig som følge av bedre avkastning for aksjer enn obligasjoner samt at allokeringen av børsnotert eiendom ble flyttet til aksjeporteføljen ved inngangen til året som følge av endring i forvaltningsmandatet gitt av Finansdepartementet. Fremvoksende aksjemarkeder har hittil i år hatt en sterkere avkastning enn de utviklede aksjemarkedene. Dette har ført til en økning i andelen investert i fremvoksende markeder for aksjer.

Volatilitet

Risikomodeller benyttes for å kvantifisere risiko for svingninger i verdi knyttet til hele eller deler av porteføljen. Ett av risikomålene er forventet volatilitet. Tabell 8.2 og 8.3 presenterer risiko både i form av porteføljens absolutte risiko og i form av den relative risikoen.

Mandatet fastsatt av Finansdepartementet ble endret fra 1. januar 2017. Alle fondets investeringer, inkludert unoterte eiendomsinvesteringer, er nå inkludert i beregning av forventet relativ volatilitet, og måles mot fondets referanseindeks som består av globale aksje- og obligasjonsindekser. Grensen for forventet relativ volatilitet for fondet, nå inkludert unotert eiendom, er fortsatt på 1,25 prosentpoeng.

MSCI sin Barra Private Real Estate 2 (PRE2) modell brukes til å beregne risikoen for fondets unoterte eiendomsinvesteringer. Modellen sammensetter informasjon fra globale børsnoterte og unoterte eiendomsmarkeder til å lage en risikoprofil for unoterte eiendomsinvesteringer basert på beliggenhet og type eiendom.

Overordnet metode som er benyttet i beregningene av forventet absolutt og relativ volatilitet er forklart i note 8 *Risiko* i årsrapport 2016. Denne metoden benyttes også for investeringer i unotert eiendom.

Tabell 8.2 Porteføljrisiko, forventet volatilitet, prosent

	Forventet volatilitet, faktisk portefølje							
	30.06.2017	Min 2017	Maks 2017	Snitt 2017	31.12.2016	Min 2016	Maks 2016	Snitt 2016
Porteføljen	11,0	10,7	11,1	10,9	10,6	10,2	10,7	10,5
Aksjer	14,1	13,9	14,1	14,0	14,0	12,9	14,1	13,7
Obligasjoner	9,7	9,6	9,8	9,7	9,7	9,6	10,3	10,0
Unotert eiendom ¹	12,5	12,3	12,7	12,6				

¹ Risikoen for fondets unoterte eiendomsinvesteringer er beregnet separat fra og med 2017.

Tabell 8.3 Relativ risiko målt mot referanseindeksene til fondet og aktivaklassene, forventet relativ volatilitet, basispunkter

	Forventet relativ volatilitet							
	30.06.2017	Min 2017	Maks 2017	Snitt 2017	31.12.2016	Min 2016	Maks 2016	Snitt 2016
Porteføljen ¹	33	31	35	32	34	-	-	-
Aksje- og obligasjonsporteføljen	-	-	-	-	28	26	29	28
Aksjer	41	36	43	38	37	34	38	36
Obligasjoner	45	41	49	44	44	41	55	51

¹ I nytt forvaltningsmandat fra 2017 er eiendom inkludert i rammen på relativ volatilitet. Før 2017 var rammen i forvaltningsmandatet basert på den aggregerte aksje- og obligasjonsporteføljen.

Risiko målt ved forventet volatilitet viser en forventet årlig verdisvingning i fondet på 11,0 prosent, eller om lag 880 milliarder kroner, ved utgangen av andre kvartal, mot 10,6 prosent ved årsslutt 2016. Økningen i fondets forventede volatilitet hittil i år skyldes hovedsakelig økt vekt av aksjer i porteføljen. Aksjeinvesteringenes forventede volatilitet har økt med 0,1 prosentpoeng siden utgangen av 2016 til 14,1 prosent ved utgangen av andre kvartal, mens renteinvesteringenes forventede volatilitet er uendret hittil i år på 9,7 prosent.

Fondets forventede relative volatilitet, inkludert unotert eiendom, var 33 basispunkter ved utgangen av andre kvartal, mot 34 basispunkter ved årsslutt 2016.

Forventet ekstremavviksrisiko er et halerisiko-mål som måler forventet tap i ekstreme markedssituasjoner. Ekstremavviksrisikomålet gir et estimat på det forventede årlige tapet for et gitt konfidensnivå. Ved bruk av historiske simuleringer beregnes relative avkastninger på

dagens portefølje og referanseindeks på ukentlig basis over de siste ti år. Ekstremavviksrisikoen ved 97,5 prosent konfidensnivå er da gitt ved den annualiserte gjennomsnittlige relative avkastningen målt i valutakurven for de 2,5 prosent verste ukene.

Med virkning fra 1. januar 2017 er investeringer i unotert eiendom også inkludert i beregning av forventet ekstremavviksrisiko for fondet. Hovedstyret har fastsatt at den årlige ekstremavviksrisikoen ikke skal overstige 3,75 prosentpoeng. Ved utgangen av andre kvartal var ekstremavviksrisikoen 1,44 prosentpoeng.

KREDITTRISIKO

Kredittrisiko er risiko for tap som følge av at utstedere av renteinstrumenter ikke oppfyller sine betalingsforpliktelser. Kredittrisiko for investeringer i obligasjoner overvåkes blant annet ved bruk av kredittvurdering. Tabell 8.4 viser obligasjonsinvesteringenes fordeling på kredittvurderingskategorier.



Tabell 8.4 Obligasjonsporteføljen fordelt etter kredittvurdering

Beløp i millioner kroner, 30.06.2017	AAA	AA	A	BBB	Lavere vurdering	Totalt
Statsobligasjoner	696 977	216 776	313 927	182 529	40 399	1 450 608
Statsrelaterte obligasjoner	149 458	132 292	43 942	13 545	1 881	341 118
Realrenteobligasjoner	105 720	10 662	2 910	8 915	2 668	130 875
Selskapsobligasjoner	5 809	67 935	236 246	327 821	9 332	647 143
Pantesikrede obligasjoner	121 725	13 374	2 368	1 546	-	139 013
Sum obligasjoner	1 079 689	441 039	599 393	534 356	54 280	2 708 757

Beløp i millioner kroner, 31.12.2016	AAA	AA	A	BBB	Lavere vurdering	Totalt
Statsobligasjoner	716 767	260 859	271 238	173 321	39 176	1 461 360
Statsrelaterte obligasjoner	143 279	136 550	36 316	15 579	2 413	334 137
Realrenteobligasjoner	109 025	9 493	3 662	12 459	6 175	140 814
Selskapsobligasjoner	5 290	59 469	219 333	297 198	9 856	591 146
Pantesikrede obligasjoner	126 001	16 054	2 010	3 499	-	147 564
Sum obligasjoner	1 100 361	482 424	532 559	502 058	57 620	2 675 021

Andelen av obligasjonsbeholdningen kategorisert med kredittvurdering A økte til 22,1 prosent ved slutten av andre kvartal sammenlignet med 19,9 prosent ved årsslutt 2016. Mesteparten av økningen var i statsobligasjoner. Kinesiske stats- og statsrelaterte obligasjoner ble nedgradert fra AA- til A+ i andre kvartal. Dette bidro til økningen i A kategorien og nedgangen i AA kategorien. Obligasjoner med kredittvurdering AAA ble redusert til 39,9 prosent av porteføljen ved slutten av andre

kvartal fra 41,1 prosent ved årsslutt 2016, hovedsakelig som følge av en reduksjon i statsobligasjonsbeholdninger i denne kategorien. Totalt sett er kredittkvaliteten på obligasjonsporteføljen noe svekket siden årsslutt.

MOTPARTSRISIKO

Motpartsrisiko er risiko for tap knyttet til at en motpart går konkurs eller på annen måte ikke kan oppfylle sine forpliktelser.

Tabell 8.5 viser motpartsrisiko per type posisjon per 30. juni 2017, aggregert for SPU.

Tabell 8.5 Motpartsrisiko per type posisjon

Beløp i millioner kroner, 30.06.2017	Brutto eksponering	Motregnings-effekter	Sikkerheter og garantier	Netto eksponering
Verdipapirutlån	63 448	-	815	62 633
Usikrede bankinnskudd ¹	18 810	-	-	18 810
Ikke-børsnoterte derivater inklusiv valutakontrakter	20 208	3 760	211	16 237
Avregnede ikke-børsnoterte og børsnoterte derivater ²	9 014	1 609	-425	7 830
Deltagelsessertifikater	6 037	-	-	6 037
Gjenkjøps- og gjensalgssavtaler	2 321	509	-499	2 311
Oppgjørsrisiko på motpart og transaksjoner med lang oppgjørstid	170	-	-	170
Totalt	120 008	5 878	102	114 028

Beløp i millioner kroner, 31.12.2016	Brutto eksponering	Motregnings-effekter	Sikkerheter og garantier	Netto eksponering
Verdipapirutlån	64 908	-	868	64 040
Usikrede bankinnskudd ¹	20 570	-	-	20 570
Ikke-børsnoterte derivater inklusiv valutakontrakter	19 347	3 667	2 608	13 071
Avregnede ikke-børsnoterte og børsnoterte derivater ²	8 003	1 183	-1 685	8 505
Deltagelsessertifikater	3 934	-	-	3 934
Gjenkjøps- og gjensalgssavtaler	3 523	492	149	2 882
Oppgjørsrisiko på motpart og transaksjoner med lang oppgjørstid	50	-	-	50
Totalt	120 335	5 342	1 940	113 054

¹ Beløpet inkluderer også bankinnskudd i ikke-konsoliderte datterselskaper eiendom.

² Gjelder futureshandler og rentebytteavtaler som er avregnet av sentral motpart.

Motpartsrisikoen målt ved netto risiko-eksponering har hatt en liten økning sammenlignet med årsslutt 2016. Nettoeksponeringen var 114,0 milliarder kroner ved utgangen av andre kvartal mot 113,1 milliarder kroner ved

årsslutt. Risikoeksponeringen fra ikke-børsnoterte derivater og deltagelsessertifikater har økt noe siden årsslutt, mens risikoeksponeringen fra de fleste andre instrumentgrupper har blitt redusert.

Note 9 Forvaltningskostnader

SPU forvaltes av Norges Bank. Kostnadene knyttet til forvaltningen av fondet påløper i hovedsak i Norges Bank. Forvaltningskostnader påløper også i datterselskaper av Norges Bank som utelukkende er etablert som en del av forvaltningen av SPUs investeringer i unotert eiendom.

FORVALTNINGSKOSTNADER I NORGES BANK

Finansdepartementet refunderer Norges Bank for kostnader som påløper i forbindelse med forvaltningen av SPU, i form av en forvaltningsgodtgjøring. Forvaltningsgodtgjøringen tilsvarer faktiske kostnader påløpt i Norges Bank, inkludert avkastningsavhengige honorarer til eksterne forvaltere, og belastes periodens resultat for SPU på linjen *Forvaltningsgodtgjøring*. Kostnader inkludert i forvaltningsgodtgjøringen er spesifisert i tabell 9.1.

45

Tabell 9.1 Forvaltningsgodtgjøring

Beløp i millioner kroner	2. kvartal 2017	2. kvartal 2016	Hittil i år 30.06.2017	Basis- punkter	Hittil i år 30.06.2016	Basis- punkter	2016	Basis- punkter
Lønn, arbeidsgiveravgift og andre personalkostnader	291	287	624		556		1 177	
Kostnader til depot	98	93	197		184		379	
IT-tjenester, systemer, data og informasjon	169	151	323		305		649	
Analyse, konsulent og juridiske tjenester	53	65	86		122		261	
Øvrige kostnader	53	60	117		117		244	
Fordelte kostnader Norges Bank	43	42	85		83		161	
Faste honorarer til eksterne forvaltere	221	191	430		361		638	
Forvaltningsgodtgjøring eksklusive avkastningsavhengige honorarer	928	889	1 862	4,8	1 728	4,8	3 509	4,9
Avkastningsavhengige honorarer til eksterne forvaltere	348	169	591		82		222	
Forvaltningsgodtgjøring	1 276	1 058	2 453	6,4	1 810	5,1	3 731	5,2

FORVALTNINGSKOSTNADER I DATTERSELSKAPER

Forvaltningskostnader som påløper i datterselskaper består av driftskostnader knyttet til forvaltningen av den unoterte eiendomsporteføljen. Forvaltningskostnader påløpt i ikke-

konsoliderte og konsoliderte datterselskaper presenteres i resultatregnskapet som henholdsvis *Inntekt/kostnad fra unotert eiendom* og *Andre kostnader*. Disse kostnadene er spesifisert i tabell 9.2.

Tabell 9.2 Forvaltningskostnader datterselskaper eiendom

Beløp i millioner kroner	2. kvartal 2017	2. kvartal 2016	Hittil i år 30.06.2017	Hittil i år 30.06.2016	2016
Lønn, arbeidsgiveravgift og andre personalkostnader	6	6	12	11	27
IT-tjenester, systemer, data og informasjon	9	8	17	17	36
Analyse, konsulent og juridiske tjenester	7	6	10	12	19
Øvrige kostnader	4	5	8	9	18
Sum forvaltningskostnader datterselskaper eiendom	26	25	47	49	100
<i>Herav forvaltningskostnader ikke-konsoliderte datterselskaper</i>	22	20	38	40	81
<i>Herav forvaltningskostnader konsoliderte datterselskaper</i>	4	5	9	9	19

I tillegg til forvaltningskostnadene presentert i tabell 9.2, påløper det også andre driftskostnader i datterselskaper knyttet til løpende vedlikehold, drift og utvikling av bygninger og leieforhold. Disse kostnadene er ikke definert som forvaltningskostnader ettersom de er direkte relatert til de underliggende bygningene og ikke er en del av forvaltningen av eiendomsporteføljen. Andre driftskostnader som påløper i ikke-konsoliderte datterselskaper belastes porteføljerisikotilskuddet direkte og presenteres i resultatregnskapet som *Inntekt/kostnad fra unotert eiendom*. Se tabell 6.3 i note 6 *Unotert eiendom* for ytterligere informasjon. Andre driftskostnader som påløper i konsoliderte datterselskaper presenteres i resultatregnskapet som *Andre kostnader*.

ØVRE RAMME FOR DEKNING AV FORVALTNINGSKOSTNADER

Finansdepartementet har fastsatt en øvre ramme for dekning av forvaltningskostnader. Summen av forvaltningskostnader som påløper i Norges Bank og i datterselskaper, eksklusiv avkastningsavhengige honorarer til eksterne

forvaltere, er for 2017 begrenset oppad til 7,5 basispunkter av gjennomsnittlig kapital under forvaltning. I henhold til retningslinjer fra Finansdepartementet, er gjennomsnittlig kapital under forvaltning beregnet basert på markedsverdien til fondets portefølje i norske kroner ved inngangen til hver måned i kalenderåret. Andre driftskostnader som påløper i datterselskaper, samt kostnader som påløper i deleide eiendomsselskaper, inngår ikke i kostnadene som er oppad begrenset til den øvre kostnadsrammen. Hittil i år utgjør samlede forvaltningskostnader som måles mot den øvre kostnadsrammen 1 909 millioner kroner. Dette består av 1 862 millioner kroner i forvaltningskostnader i Norges Bank eksklusive avkastningsavhengige honorarer til eksterne forvaltere og 47 millioner kroner i forvaltningskostnader i datterselskaper. Dette tilsvarer 4,9 basispunkter av forvaltet kapital på årsbasis.

Samlede forvaltningskostnader inklusive avkastningsavhengige honorarer utgjør hittil i år 2 500 millioner kroner. Dette tilsvarer 6,5 basispunkter av forvaltet kapital på årsbasis.

Uttalelse vedrørende forenklet revisorkontroll av delårsrapportering

Innledning

Vi har foretatt en forenklet revisorkontroll av regnskapsrapporteringen for investeringsporteføljen til Statens pensjonsfond utland. Datterselskaper av Norges Bank som utelukkende utgjør investeringer som ledd i forvaltningen av investeringsporteføljen inngår i regnskapsrapporteringen. Regnskapsrapporteringen består av balanse per 30. juni 2017, resultatregnskap, oppstilling av endringer i eiers kapital, kontantstrømoppstilling for seks måneders perioden avsluttet denne dato, og utvalgte forklarende noter. Hovedstyret og ledelsen er ansvarlig for utarbeidelsen av og fremstillingen av delårsrapporteringen i samsvar med International Accounting Standard 34 “Interim Financial Reporting” som fastsatt av EU. Vår oppgave er å avgi en uttalelse om delårsrapporteringen basert på vår forenklete revisorkontroll.

Omfanget av den forenklete revisorkontrollen

Vi har utført vår forenklete revisorkontroll i samsvar med internasjonal standard for forenklet revisorkontroll 2410 «Forenklet revisorkontroll av delårsregnskaper, utført av foretakets valgte revisor». En forenklet revisorkontroll av et delårsregnskap består i å rette forespørsler, primært til personer med ansvar for økonomi og regnskap, og å gjennomføre analytiske og andre kontrollhandlinger. En forenklet revisorkontroll har et betydelig mindre omfang enn en revisjon utført i samsvar med International Standards on Auditing, og gjør oss følgelig ikke i stand til å oppnå sikkerhet for at vi er blitt oppmerksomme på alle vesentlige forhold som kunne ha blitt avdekket i en revisjon. Vi avgir derfor ikke revisjonsberetning.

Konklusjon

Vi har ved vår forenklete revisorkontroll ikke blitt oppmerksomme på forhold som gir oss grunn til å tro at delårsrapporteringen ikke i det alt vesentligste er utarbeidet i samsvar med International Accounting Standard 34 “Interim Financial Reporting” som fastsatt av EU.

Oslo, 16. august 2017

Deloitte AS

Henrik Woxholt
statsautorisert revisor



NORGES BANK INVESTMENT MANAGEMENT
Bankplassen 2, Postboks 1179 Sentrum, 0107 Oslo
T: 24 07 30 00, www.nbim.no