

1.KV.|17

**STATENS
PENSJONSFOND
UTLAND**

**KVARTALSRAPPORT
/2017**

HOVEDPUNKTER

Tall og fakta 1. kvartal 2017

3,8 %

297 MRD. KR

Statens pensjonsfond utland fikk en avkastning på **3,8** prosent, eller **297** milliarder kroner i første kvartal 2017.



**AKSJE-
INVESTERINGER**

5,5 %



**RENTE-
INVESTERINGER**

0,8 %



**UNOTERTE
EIENDOMS-
INVESTERINGER**

0,6 %

Avkastningen på fondets aksjeinvesteringer var **5,5** prosent, mens renteinvesteringene fikk en avkastning på **0,8** prosent. Investeringer i unotert eiendom fikk en avkastning på **0,6** prosent.

Avkastningen på investeringene var **0,1** prosent høyere enn avkastningen på referanseindeksen som fondet måles mot.



7 867

MRD. KR

Ved utgangen av kvartalet var fondets markedsverdi **7 867** milliarder kroner. Fondet var investert med **64,6** prosent i aksjer, **32,9** prosent i rentepapirer og **2,5** prosent i unotert eiendom.



**AKSJE-
INVESTERINGER**

64,6 %



**RENTE-
INVESTERINGER**

32,9 %



**UNOTERTE
EIENDOMS-
INVESTERINGER**

2,5 %

Innhold

1

INVESTERINGENE

Aksjeinvesteringene _____	6
Renteinvesteringene _____	9
Eiendomsinvesteringene _____	12

2

FORVALTNINGEN

Forvaltningen _____	13
Investeringsrisiko _____	14
Investeringer og eierskap _____	16
Operasjonell risiko _____	17

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

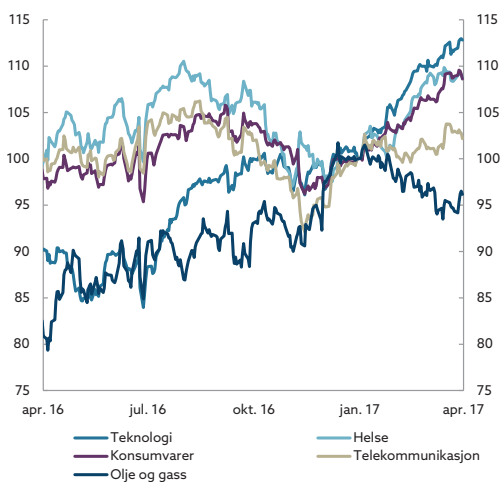
Aksjeinvesteringene, som utgjorde 64,6 prosent av fondet ved utgangen av kvartalet, fikk en avkastning på 5,5 prosent. Avkastningen i kvartalet var drevet av positive forventninger i både utviklede og fremvoksende markeder. Det amerikanske aksjemarkedet startet året sterkt. Den nye regjeringen har gitt løfter om deregulering og vekstfremmende tiltak for økonomien. Det var positive vekstforventninger i Europa, og markedet i regionen hentet seg inn. Optimistiske vekstutsikter var også en hoveddriver for avkastningen i fremvoksende markeder, som hadde den sterkeste avkastningen i årets første kvartal. Råvarepriser holdt seg stabile i perioden, og det var positiv utvikling i sentrale markeder som Kina, India og Brasil.

Sterkest avkastning i Asia og Oseania

Aksjer i Asia og Oseania hadde en avkastning på 7,8 prosent og utgjorde 21,8 prosent av fondets aksjeinvesteringer. Avkastningen for japanske aksjer var 3,7 prosent, tilsvarende 0,6 målt i lokal valuta. Japanske aksjer utgjorde 8,8 prosent av aksjeinvesteringene.

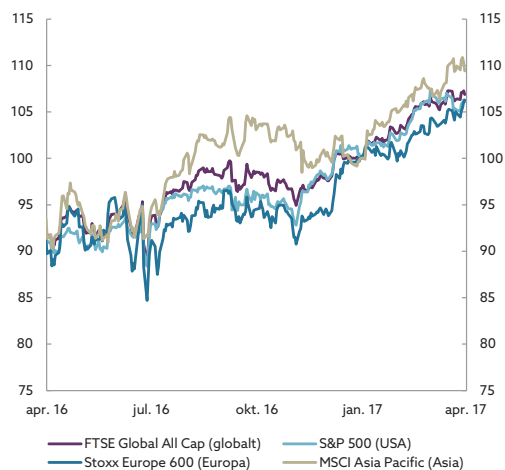
Europeiske aksjer hadde en avkastning på 5,8 prosent i kvartalet. Totalt var 35,8 prosent av fondets aksjeinvesteringer plassert i europeiske selskaper. Storbritannia, som er fondets største europeiske marked, hadde en avkastning på 3,2 prosent. I lokal valuta var avkastningen 3,5 prosent. 9,6 prosent av aksjeinvesteringene var plassert her.

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

Nordamerikanske aksjer hadde en avkastning på 4,0 prosent i kvartalet og sto for 39,3 prosent av fondets aksjeinvesteringer. Avkastningen for aksjer notert i USA var 4,1 prosent, tilsvarende 5,6 prosent målt i lokal valuta. USA var fondets største enkeltmarked og sto for 37,2 prosent av aksjeinvesteringene.

Det kinesiske aksjemarkedet fikk en avkastning på 9,4 prosent. Totalt var 2,9 prosent av fondets aksjeinvesteringer plassert her. Aksjer i fremvoksende markeder hadde en avkastning på 9,1 prosent i kvartalet. Til sammen var 9,8 prosent av fondets aksjeinvesteringer plassert i fremvoksende markeder.

Høyest avkastning for teknologiselskaper

Teknologiselskapene hadde den beste avkastningen i kvartalet med en oppgang på 11,1 prosent, og sterke tall for alle underliggende sektorer. Økt etterspørsel for halvlederprodusenter fra bil- og industri-sektoren og fortsatt vekst i netthandel, digital markedsføring og nettskyen var sentrale markedstrekk i kvartalet.

Materialselskaper hadde en avkastning på 7,0 prosent, i hovedsak drevet av råvarepriser som holdt seg stabile i kvartalet og optimisme hos investorer. Positive antakelser om global vekst og oppmerksomhet rundt utbedring av infrastruktur i både USA og Kina, har økt forventningene til høyere fremtidige inntekter for sektoren.

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

Sektor	Avkastning i internasjonal valuta	Andel av aksjeinvesteringene ¹
Finans	4,3	23,8
Industri	7,0	14,1
Konsumvarer	6,8	13,3
Helse	6,9	10,3
Teknologi	11,1	10,2
Konsumtjenester	4,1	10,1
Olje og gass	-4,4	5,8
Materialer	7,0	5,8
Telekommunikasjon	2,4	3,2
Kraft- og vannforsyning	6,6	2,9

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

Tabell 2 Fondets største aksjebeholdninger per 31. mars 2017. Millioner kroner

Selskap	Land	Beholdning
Apple Inc	USA	59 602
Nestlé SA	Sveits	50 012
Royal Dutch Shell Plc	Storbritannia	41 760
Alphabet Inc	USA	40 848
Microsoft Corp	USA	38 547
Roche Holding AG	Sveits	37 207
Novartis AG	Sveits	33 717
Johnson & Johnson	USA	27 176
Amazon.com Inc	USA	27 116
BlackRock Inc	USA	26 513

Industrielskaper fikk en avkastning på 7,0 prosent i kvartalet. Oppgangen var drevet av sterk avkastning i verkstedindustrien, spesielt innenfor industrirobot- og produksjonsutstyrsegmentet. Sterkere økonomiske tall fra Japan og Europa samt en forventning om økte investeringer bidro til investoroptimisme i sektoren. Underleverandører til teknologi-sektoren leverte også sterk avkastning.

Selskaper innen olje og gass hadde den svakeste avkastningen i kvartalet med -4,4 prosent. Til tross for OPEC sin innsats for å kontrollere tilbudet av olje og holde prisen stabil rundt 50 dollar fatet, var kvartalet preget av at amerikanske skiferoljeprodusenter har klart å tilpasse seg en permanent lavere oljepris gjennom økt effektivitet og kostnadskutt.

Enkeltinvesteringer

Investeringen i teknologiselskapet Apple Inc bidro mest positivt til avkastningen i første kvartal, fulgt av investeringene i teknologiselskapet Samsung Electronics Co Ltd og helseselskapet Roche Holding AG. Enkelt-selskapene som bidro mest negativt til avkastningen var oljeselskapene Exxon Mobil Corp, Royal Dutch Shell Plc og Chevron Corp.

Vi deltok i totalt 24 børsnoteringer i kvartalet. Den største børsnoteringen i markedet der fondet kjøpte aksjer var eiendomsselskapet Invitation Homes Inc. Deretter fulgte konsumvareselskapet Becele SAB de CV og eiendoms-selskapet Neinor Homes SA. Fondets største deltakelser i børsnoteringer var i Invitation Homes Inc, Becele SAB de CV og i konsumtjenesteselskapet Sushiro Global Holdings Ltd.

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 første kvartal 2017. Om ikke annet er oppgitt i teksten, er resultatmålingen gjort i fondets valutakurv.

RENTEINVESTERINGENE

Renteinvesteringene utgjorde 32,9 prosent av fondet ved utgangen av første kvartal og fikk en avkastning på 0,8 prosent. De globale rentenivåene var relativt stabile gjennom kvartalet.

Positiv avkastning for statsobligasjoner

Statsobligasjoner fikk en avkastning på 1,4 prosent og utgjorde 56,2 prosent av fondets renteinvesteringer ved utgangen av kvartalet.

Amerikanske statsobligasjoner fikk en avkastning på -0,6 prosent. I lokal valuta var avkastningen 0,8 prosent. Amerikanske statsobligasjoner sto for 18,8 prosent av renteinvesteringene, og var fondets største beholdning av statsgjeld fra en enkeltutsteder. Den amerikanske sentralbanken Federal Reserve

hevet renten i mars. Renteøkningen var allerede priset inn i markedet, og ga små utslag på avkastningen. 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 -1,2 prosent. I lokal valuta var avkastningen -1,1 prosent. Den europeiske sentralbanken (ECB) holdt renten i ro i kvartalet, slik markedet forventet. Som varslet i desember, planlegger ECB i april å redusere de månedlige obligasjonskjøpene fra 80 til 60 milliarder euro. Det var også usikkerhet rundt utfallet av president- og parlamentsvalget i Frankrike i andre kvartal. Dette ga utslag i økte renteforskjeller mellom de ulike landene i eurosonen.

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

Sektor	Avkastning i internasjonal valuta	Andel av renteinvesteringene ¹
Statsobligasjoner ²	1,4	56,2
Statsrelaterte obligasjoner ²	0,5	13,1
Realrenteobligasjoner ²	-0,4	5,0
Selskapsobligasjoner	0,0	24,0
Pantesikrede obligasjoner	-0,1	5,2

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 31. mars 2017

Utsteder	Land	Beholdning Millioner kroner
Amerikanske stat	USA	569 123
Japanske stat	Japan	187 618
Tyske stat	Tyskland	112 509
Meksikanske stat	Mexico	64 284
Britiske stat	Storbritannia	57 886
Franske stat	Frankrike	56 109
Italienske stat	Italia	48 281
Koreanske stat	Sør-Korea	47 945
Spanske stat	Spania	32 023
Indiske stat	India	31 736

Japanske statsobligasjoner, som utgjorde 7,1 prosent av renteinvesteringene, fikk en avkastning på 3,0 prosent. I lokal valuta var avkastningen -0,2 prosent. Japanske yen styrket seg noe mot valutakurven i kvartalet.

Statsobligasjoner i fremvoksende markeder hadde den sterkeste avkastningen i kvartalet. Spesielt meksikanske statsobligasjoner hadde et godt kvartal med en avkastning på 12,1 prosent. I lokal valuta var avkastningen 4,0 prosent.

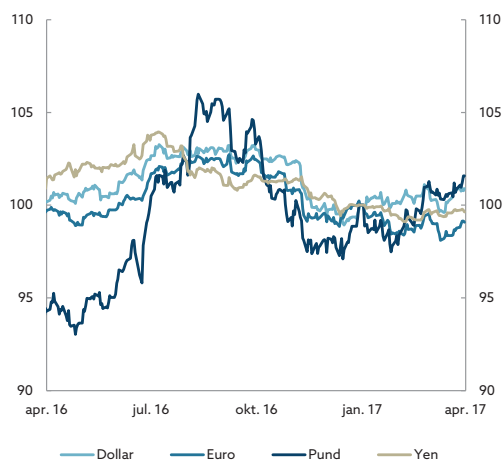
Fondet er også investert i obligasjoner fra statsrelaterte institusjoner som Kreditanstalt für Wiederaufbau (KfW), European Investment Bank (EIB) og Canada Housing Trust No.1 (Canhou). Statsrelaterte obligasjoner hadde en

avkastning på 0,5 prosent og utgjorde 13,1 prosent av renteinvesteringene.

Selskapsobligasjonene fikk en avkastning på 0,0 prosent og utgjorde 24,0 prosent av fondets renteinvesteringer ved utgangen av kvartalet. Kredittpåslaget for selskapsobligasjoner var stabilt i kvartalet. En stor andel av disse obligasjonene er i amerikanske dollar, og svekkelsen av denne valutaen trakk avkastningen ned målt i valutakurven.

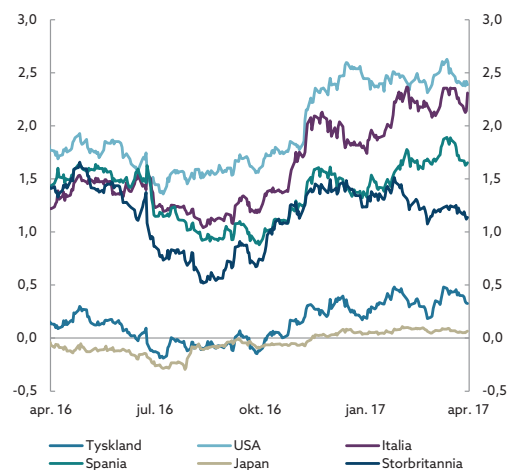
Fondets pantesikrede obligasjoner, som hovedsakelig besto av obligasjoner med fortrinnsrett denominert i euro, utgjorde 5,2 prosent av fondets renteinvesteringer og fikk en avkastning på -0,1 prosent.

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



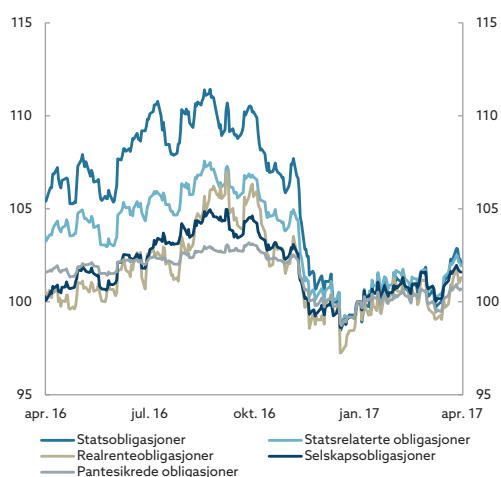
Kilde: Bloomberg Barclays Indices

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

Realrenteobligasjoner fikk en avkastning på -0,4 prosent og utgjorde 5,0 prosent av fondets renteinvesteringer.

Endringer i beholdningen av rentepapirer

Markedsverdien av investeringene i rentepapirer i fremvoksende lands valutaer utgjorde 12,8 prosent av investeringene, mot 12,4 prosent i forrige kvartal. Økningen skyldtes i hovedsak en økning i markedsverdien av meksikanske rentepapirer som følge av at den meksikanske valutaen peso styrket seg mot fondets valutakurv i kvartalet.

Investeringer i dollar, euro, pund og yen utgjorde 79,2 prosent av renteinvesteringene ved utgangen av første kvartal, mot 79,5 prosent ved inngangen til kvartalet.

I løpet av første kvartal økte markedsverdien mest i fondets statsobligasjoner utstedt av Japan, Mexico og Frankrike. Statsobligasjoner utstedt av Storbritannia, Tyskland og USA hadde størst reduksjon i markedsverdi.

Tabell 5 Fondets obligasjoner per 31. mars 2017 fordelt etter kredittvurdering. Prosent av beholdningen

	AAA	AA	A	BBB	Lavere vurdering	Totalt
Statsobligasjoner	25,8	8,4	11,7	6,8	1,5	54,3
Statsrelaterte obligasjoner	5,3	5,2	1,5	0,6	0,1	12,6
Realrenteobligasjoner	3,8	0,4	0,1	0,4	0,1	4,9
Selskapsobligasjoner	0,2	2,4	8,3	11,9	0,4	23,2
Pantesikrede obligasjoner	4,4	0,5	0,1	0,1	0,0	5,0
Sum obligasjoner	39,5	17,0	21,6	19,8	2,1	100,0

EIENDOMSINVESTERINGENE

Fondets investeringer i unotert eiendom utgjorde 2,5 prosent av fondet ved utgangen av første kvartal. Investeringene i unotert eiendom fikk i kvartalet en avkastning på 0,6 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 fratrukket driftskostnader bidro positivt til resultatet med 0,9 prosentpoeng målt i lokal valuta. Verdiendring på eiendom og gjeld bidro positivt til resultatet med 0,5 prosentpoeng målt i lokal valuta. Valutaendringer hadde en påvirkning på avkastningen med -0,8 prosentpoeng i første 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 den operative forvaltningen er unoterte og noterte eiendomsinvesteringer forvaltet som en samlet strategi for eiendom. Investeringene i notert eiendom fikk en avkastning på -0,7 prosent.

Nye kjøp og salg av unotert eiendom annonsert i kvartalet

I januar utvidet fondet Regent Street-partnerskapet med The Crown Estate. Partnerskapet kjøpte 100 prosent av en leiekontrakt (leasehold interest) for 10 Piccadilly, en kontor- og handelseiendom på 9 166 kvadratmeter sentralt i London. Fondet betalte 32,2 millioner pund, tilsvarende 334 millioner kroner for sin andel på 25 prosent.

I januar annonserte fondet også at partnerskapet mellom Norges Bank Real Estate Management og Prologis Inc hadde solgt tre logistikkeiendommer i San Francisco Bay-området. Fondet mottok 38,3 millioner dollar, tilsvarende 318,9 millioner kroner, for sin andel på 45 prosent.

Tabell 6 Avkastningen på fondets eiendomsinvesteringer i første kvartal 2017.

	Avkastning
Leieinntekter (prosentpoeng)	0,9
Verdiendringer (prosentpoeng)	0,5
Transaksjonskostnader (prosentpoeng)	0,0
Resultat av valutajusteringer (prosentpoeng)	-0,8
Unoterte eiendomsinvesteringer (prosent)	0,6
Børsnoterte eiendomsinvesteringer (prosent)	-0,7
Aggregerte eiendomsinvesteringer (prosent)	0,3

Tabell 7 Verdien av eiendomsinvesteringene per 31. mars 2017. Millioner kroner

	Verdi ¹
Unoterte eiendomsinvesteringer	193 546
Børsnoterte eiendomsinvesteringer	55 087
Aggregerte eiendomsinvesteringer	248 633

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.

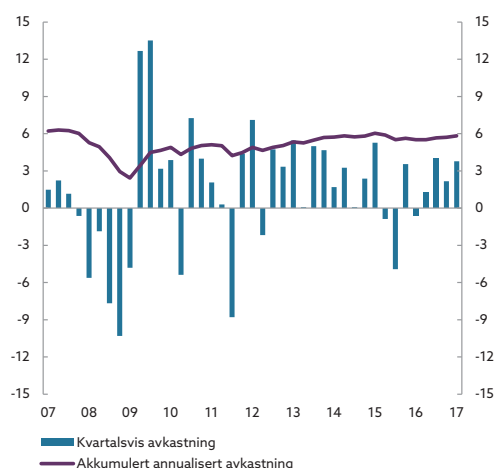
Investeringsmandatet, fastsatt av Finansdepartementet, er endret fra og med 1. januar 2017. Avkastningen på fondets investeringer, inkludert eiendomsinvesteringene, sammenlignes med avkastningen på fondets referanseindeks sammensatt av globale indekser for aksjer og obligasjoner. Referanseindeksen fra Finansdepartementet 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 den nye 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 den operative forvaltningen er dessuten unoterte og noterte eiendomsinvesteringer forvaltet som en samlet strategi for eiendom.

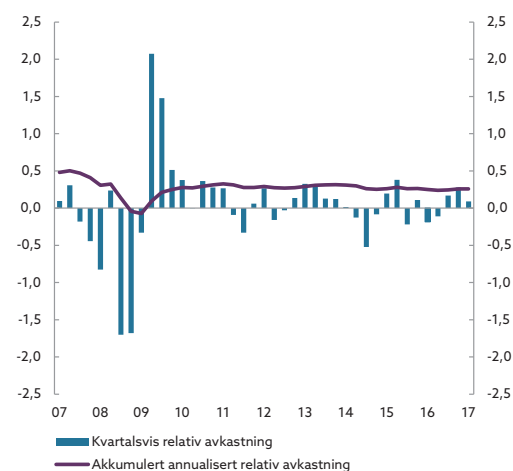
I første kvartal var fondets samlede avkastning 0,1 prosentpoeng høyere enn avkastningen på referanseindeksen. Dette var hovedsakelig et resultat av positiv relativ avkastning for renteinvesteringene.

Avkastningen på fondets aksjeinvesteringer, inkludert børsnotert eiendom, var i første kvartal på linje med avkastningen til

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 aktivklasser til fondets relative avkastning i første kvartal 2017. Prosentpoeng

	Totalt	Bidrag fra ekstern forvaltning
Aksjeinvesteringer	-0,01	0,03
Renteinvesteringer	0,13	0,00
Unoterte eiendomsinvesteringer	-0,08	
Allokering på tvers av aktivklasser	0,05	
Totalt	0,09	0,03

referanseindeksen. Dette ga et bidrag til fondets relative avkastning på -0,01 prosentpoeng. Aksjeporteføljen sett uten børsnotert eiendom hadde et positivt bidrag til fondets relative avkastning. Aksjer innenfor sektorene helse og finans bidro mest negativt mens sektorene industri og olje og gass bidro mest positivt til den relative avkastningen i kvartalet. Fordelt på land var det spesielt aksjer i USA og Australia som bidro negativt til det relative resultatet, mens aksjer i Sverige bidro mest positivt.

I første kvartal var avkastningen på fondets renteinvesteringer 0,4 prosentpoeng høyere enn avkastningen til referanseindeksen for obligasjoner. Dette ga et bidrag til fondets relative avkastning på 0,13 prosentpoeng. Fondets renteinvesteringer hadde i første kvartal en høyere vekt i fremvoksende markeder enn fondets referanseindeks. Fallende renter og sterkere valutakurs i fremvoksende markeder bidro til den positive relative avkastningen. Renteinvesteringene fikk i første kvartal noe høyere løpende renteinntekter enn referanseindeksen.

Unotert eiendom fikk en lavere avkastning enn referanseindeksen til fondet, noe som ga et

bidrag til fondets relative avkastning på -0,08 prosentpoeng.

Vi selger spesifikke deler av aksje- og obligasjonsporteføljene for å finansiere eiendomsinvesteringene. Unotert eiendom fikk også et svakere resultat målt mot aksjene og obligasjonene vi har solgt for å finansiere eiendommene. I tillegg påvirkes det relative resultatet av en resultat effekt mellom aktivklassene. I første kvartal bidro den samlede resultat effekten mellom aktivklassene positivt med 0,05 prosentpoeng.

INVESTERINGSRISIKO

Sammensetningen av investeringene og svingninger i aksjekurser, valutakurser, rentenivåer, eiendomsverdier og kreditt- risikopåslag 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 første kvartal var fondets forventede absolutte volatilitet på 10,9 prosent, eller om lag 860 milliarder kroner, mot 10,6 prosent ved årsslutt 2016. 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 i forvaltningen av fondet. 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.

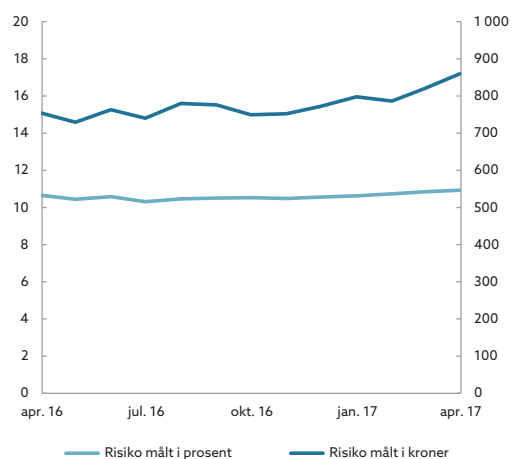
Tabell 9 Risiko og eksponering for fondet

Grenser fastsatt av Finansdepartementet		31.03.2017
Allokering	Aksjeporteføljen 50 - 70 prosent av fondet ¹	64,3
	Obligasjonsporteføljen 30 - 50 prosent av fondet ¹	34,0
	Unotert eiendom inntil 7 prosent av fondet	2,5
Markedsrisiko	1,25 prosentpoeng forventet relativ volatilitet for fondets investeringer	0,3
Kreditrisiko	Inntil 5 prosent av renteinvesteringene kan ha lavere kredittvurdering enn kategori BBB-	2,1
Eierandel	Maksimalt 10 prosent av stemmeberettigede aksjer i et børsnotert selskap i aksjeporteføljen ²	9,1

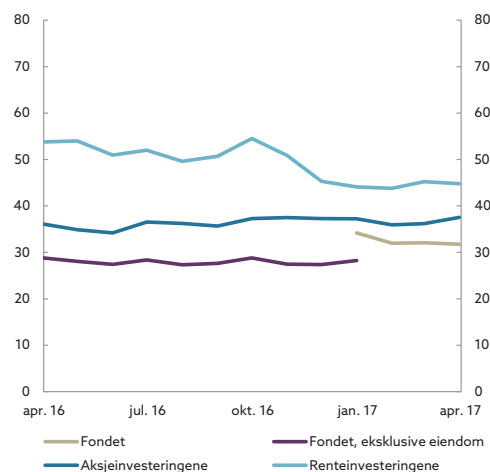
¹ Derivater er avbildet med den underliggende økonomiske eksponeringen.

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



Mandatet fastsatt av Finansdepartementet ble endret fra 1. januar 2017. Alle fondets investeringer, også unoterte eiendomsinvesteringer, er nå inkludert i beregningen av forventet relativ volatilitet, og måles mot fondets referanseindeks som består av globale aksje- og obligasjonsindekser. Grensen for forventet relativ volatilitet for fondet, inkludert unotert eiendom, er fortsatt på 1,25 prosentpoeng. Ved utgangen av kvartalet var fondets forventede relative volatilitet, inkludert unotert eiendom, 0,32 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 første kvartal var ekstremavviksrisikoen 1,36 prosentpoeng.

INVESTERINGER OG EIERSKAP

Ansvarlig forvaltningsvirksomhet er en integrert del av forvaltningen. Arbeidet er organisert innen områdene standardsetting, eierskap og risikohåndtering. I første kvartal inviterte vi frivillige organisasjoner i Norge til et møte der vi la frem vårt arbeid med ansvarlig forvaltning i 2016. Representanter fra 26 organisasjoner deltok på møtet.

Standardsetting

I løpet av kvartalet leverte vi innspill til Organisasjonen for økonomisk samarbeid og utvikling (OECD) i en høring om praktisk veiledning til retningslinjene for flernasjonale selskaper. Retningslinjene anbefaler at selskaper

gjennomfører undersøkelser for å identifisere, forebygge eller redusere faktiske og potensielle skadevirkninger relatert til virksomheten. I den offentlige høringsrunden ga vi vår støtte til at veiledningen og håndboken er nyttige verktøy for selskaper, samtidig som vi på enkelte punkter etterlyste større tydelighet og tettere samsvar med andre internasjonale standarder og retningslinjer.

Vi leverte også et innspill til arbeidsgruppen for klimarelatert rapportering i Rådet for finansiell stabilitet (FSB) som utgår fra G20-landene. For investorer er utarbeidelsen av et overordnet rammeverk for rapportering og vurdering av klimarisiko en prioritet. Arbeidsgruppen la i desember 2016 frem sin andre rapport med anbefalinger (fase II), og i den offentlige høringsrunden uttrykte vi i hovedsak støtte til arbeidsgruppens anbefalinger. Vi foreslo at gruppen kunne vurdere om et grunnleggende 'følg-eller-forklar' prinsipp kunne bidra til at rammeverket får bredere anvendbarhet.

Vi har siden 2014 analysert utslipp av drivhusgasser fra selskapene vi er investert i. Én utfordring i dette arbeidet er mangelen på standardiserte og sammenlignbare data. Vi understreket derfor også at klimarelatert rapportering i finanssektoren, slik arbeidsgruppen foreslår, i stor grad avhenger av tilstrekkelig rapportering i andre sektorer. Vi støtter arbeidsgruppens anbefalinger som kan føre til enhetlig, hensiktsmessig og konsistent rapportering på tvers av markeder, og der det er relevant, på tvers av sektorer og aktivklasser.

Eierskap

Vi stemte ved 1 616 generalforsamlinger i første kvartal. I løpet av kvartalet vurderte og stemte vi på 13 677 forslag. Vi søker å ha regelmessig

kontakt med styrene i våre største beholdninger og har i denne sammenheng hatt 45 møter med styreleder eller annet styremedlem om sentrale temaer vedrørende vårt eierskap.

Risikohåndtering

I første kvartal fortsatte vi arbeidet med å forbedre våre databaser med ikke-finansielle data knyttet til klimaendringer, vannforvaltning og avskoging. Vi forbedret vårt risikorammeverk for selskapsstyring, miljømessige og samfunnmessige forhold med oppdatert beregningsmetodikk, flere datakilder for undersektorer og innføring av en ny parameter på landnivå. I tillegg startet vi arbeidet med å integrere vurderinger av selskapsstyring og klimagassutslipp i fondets portefølje med selskapsobligasjoner.

Observasjon og utelukkelse

Norges Bank publiserte i kvartalet beslutningen om å utelukke ytterligere 10 selskaper etter en vurdering opp mot det produktbaserte kullkriteriet i retningslinjene for observasjon og utelukkelse. I tillegg ble to selskaper satt til observasjon. Totalt har Norges Bank utelukket 69 selskaper og satt 13 til observasjon i henhold til dette kriteriet.

Norges Bank offentliggjorde også hovedstyrets beslutning om å oppheve utelukkelsen av selskapet Raytheon Co på bakgrunn av en tilrådning fra Etikkrådet. Etikkrådet har mottatt en bekreftelse fra Raytheon om at selskapet ikke lenger har noen virksomhet i tilknytning til produksjon av klasevåpen. Selskapet ble utelukket fra fondet i 2005.

OPERASJONELL RISIKO

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 750 millioner kroner eller mer i brutto tap. 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 første kvartal var den estimerte operasjonelle risikoeksponeringen innenfor styrets risikotoleranse. I kvartalet ble det registrert 135 uønskede operasjonelle hendelser. Samlet sett ga hendelsene en estimert finansiell effekt på 10,3 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.

Hovedtall

Tabell 10 Kvartalsvis avkastning

	1. kv. 2017	4. kv. 2016	3. kv. 2016	2. kv. 2016	1. kv. 2016
Avkastning målt i fondets valutakurv					
Aksjeinvesteringenes avkastning (prosent)	5,53	4,91	6,03	0,66	-2,90
Renteinvesteringenes avkastning (prosent)	0,77	-2,35	0,89	2,49	3,32
Eiendomsinvesteringenes avkastning (prosent) ¹	0,62	1,25	2,29	-1,42	-1,29
Fondets avkastning (prosent)	3,78	2,17	4,00	1,27	-0,63
Fondets relative avkastning² (prosentpoeng)					
Fondets relative avkastning ² (prosentpoeng)	0,09	0,28	0,17	-0,11	-0,18
Avkastning etter forvaltningskostnader (prosent)					
Forvaltningskostnader (prosent)	0,02	0,01	0,01	0,01	0,01
Fondets avkastning etter forvaltningskostnader (prosent)	3,76	2,15	3,98	1,26	-0,64
Avkastning målt i norske kroner (prosent)					
Aksjeinvesteringenes avkastning	6,85	8,74	1,54	1,11	-7,14
Renteinvesteringenes avkastning	2,03	1,21	-3,39	2,95	-1,19
Eiendomsinvesteringenes avkastning ¹	1,88	4,95	-2,04	-0,98	-5,60
Fondets avkastning	5,08	5,90	-0,41	1,72	-4,97

¹ Eiendomsinvesteringenes avkastning inkluderer kun noterte 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.

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

	1. kv. 2017	4. kv. 2016	3. kv. 2016	2. kv. 2016	1. kv. 2016
Aksjeinvesteringenes avkastning	2 404	2 129	1 866	1 650	1 620
Renteinvesteringenes avkastning	975	955	1 022	1 004	939
Eiendomsinvesteringenes avkastning ¹	41	38	37	31	31
Fondets avkastning	3 420	3 123	2 925	2 685	2 591

¹ Inkluderer kun noterte eiendomsinvesteringer fra og med 2017.

Tabell 12 Historiske nøkkeltall per 31. mars 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)	5,83	5,48	8,53	6,44	11,66
Fondets relative avkastning ¹ (prosentpoeng)	0,26	0,06	0,16	-0,02	0,46
Årlig prisvekst (prosent)	1,77	1,78	1,23	1,05	1,88
Årlige forvaltningskostnader (prosent)	0,09	0,08	0,06	0,06	0,06
Fondets netto realavkastning (prosent)	3,90	3,55	7,15	5,27	9,54
Fondets faktiske standardavvik (prosent)	7,45	9,06	6,28	6,37	3,73
Fondets faktiske relative volatilitet (prosentpoeng) ¹	0,70	0,91	0,37	0,37	0,33
Fondets informasjonsrate (IR) ^{1,2}	0,39	0,12	0,43	-0,04	1,23

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

	1. kv. 2017	4. kv. 2016	3. kv. 2016	2. kv. 2016	1. kv. 2016
Markedsverdi					
Aksjeinvesteringenes markedsverdi	5 082	4 692	4 317	4 275	4 234
Renteinvesteringenes markedsverdi	2 592	2 577	2 584	2 681	2 622
Eiendomsinvesteringenes markedsverdi ¹	194	242	218	221	223
Fondets markedsverdi ²	7 867	7 510	7 118	7 177	7 079
Påløpt, ikke betalt, forvaltningsgodtgjøring ²	-1	-4	-3	-2	-1
Eiers kapital ²	7 866	7 507	7 116	7 175	7 078
Verdiutvikling f.o.m. første tilførsel i 1996					
Tilførsel/uttak av kapital ³	-20	-27	-30	-24	-21
Utbetalt forvaltningsgodtgjøring ³	-4	0	0	0	-4
Fondets avkastning	297	198	240	94	-85
Endring som følge av svingninger i kronekursen	83	221	-269	28	-286
Endring i markedsverdien	357	392	-58	98	-396
Samlet tilførsel av kapital	3 375	3 397	3 423	3 452	3 475
Samlet avkastning	3 420	3 123	2 925	2 685	2 591
Samlet forvaltningsgodtgjøring ⁴	-36	-35	-34	-33	-32
Endring som følge av svingninger i kronekursen	1 108	1 025	804	1 073	1 045
Fondets markedsverdi	7 867	7 510	7 118	7 177	7 079
Samlet avkastning etter forvaltningskostnader	3 384	3 088	2 891	2 652	2 559

¹ Inkluderer kun noterte eiendomsinvesteringer fra og med 2017.

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

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

⁴ Forvaltningskostnader i datterselskaper, jf. Tabell 9.2 i regnskapet, er ikke en del av forvaltningsgodtgjøringen. Disse er allerede fratrukket 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	1. kvartal 2017	1. kvartal 2016	2016
Resultat fra porteføljen før gevinst/tap valuta				
Inntekt/kostnad fra:				
- Aksjer og andeler	4	274 164	-166 825	342 813
- Obligasjoner	4	19 582	84 478	100 250
- Unotert eiendom	6	2 675	854	6 942
- Finansielle derivater	4	930	-3 782	-3 213
- Utlån med sikkerhetsstillelse		866	915	4 013
- Innlån med sikkerhetsstillelse		45	18	23
Skattekostnad		-1 027	-928	-4 061
Renteinntekter/kostnader		-10	-11	-54
Andre kostnader		-3	-11	-40
Porteføljerultat før gevinst/tap valuta		297 222	-85 292	446 673
Gevinst/tap valuta		83 004	-286 146	-306 099
Porteføljerultat		380 226	-371 438	140 574
Forvaltningsgodtgjøring	9	-1 177	-752	-3 731
Periodens resultat og totalresultat		379 049	-372 190	136 843

Balanse

Beløp i millioner kroner	Note	31.03.2017	31.12.2016
EIENDELER			
Innskudd i banker		20 738	17 759
Utlån med sikkerhetsstillelse		187 116	134 338
Avgitt kontantsikkerhet		1 015	2 320
Uoppgjorte handler		51 593	13 196
Aksjer og andeler	5	4 614 509	4 373 042
Utlånte aksjer	5	444 371	340 865
Obligasjoner	5	2 190 730	2 220 286
Utlånte obligasjoner	5	490 192	454 735
Unotert eiendom	6	192 028	188 469
Finansielle derivater	5	8 327	9 366
Andre eiendeler		2 189	1 966
SUM EIENDELER		8 202 808	7 756 342
GJELD OG EIERS KAPITAL			
Gjeld			
Innlån med sikkerhetsstillelse		253 378	213 520
Mottatt kontantsikkerhet		2 283	3 688
Uoppgjorte handler		72 318	22 195
Finansielle derivater	5	3 589	4 501
Annen gjeld		3 951	1 944
Skyldig forvaltningsgodtgjøring	9	1 177	3 731
Sum gjeld		336 696	249 579
Eiers kapital		7 866 112	7 506 763
SUM GJELD OG EIERS KAPITAL		8 202 808	7 756 342

Kontantstrømoppstilling

Beløp i millioner kroner, innbetaling (+) / utbetaling (-)	Hittil i år 31.03.2017	Hittil i år 31.03.2016	2016
Operasjonelle aktiviteter			
Innbetaling av utbytte fra aksjer og andeler	22 993	22 589	118 517
Innbetaling av renter fra obligasjoner	19 214	18 666	74 832
Innbetaling av renter og utbytte fra datterselskaper unotert eiendom	747	706	3 657
Netto innbetaling av renter og honorar fra utlån og innlån med sikkerhetsstillelse	841	756	4 097
<i>Innbetalinger av renter, utbytte og honorar fra beholdninger i aksjer og andeler, obligasjoner og unotert eiendom</i>	43 795	42 717	201 103
Netto kontantstrøm ved kjøp og salg av aksjer og andeler	-31 562	-19 267	-72 588
Netto kontantstrøm ved kjøp og salg av obligasjoner	20 530	10 230	-38 151
Netto kontantstrøm til/fra investeringer i datterselskaper unotert eiendom	-735	-159	-17 269
Netto kontantstrøm finansielle derivater	-1 145	-884	84
Netto kontantstrøm kontantsikkerhet ved derivattransaksjoner	-114	-4 394	983
Netto kontantstrøm utlån og innlån med sikkerhetsstillelse	-5 384	7 325	50 236
Netto utbetaling av skatt	-2 239	-779	-3 116
Netto kontantstrøm knyttet til renter på innskudd i banker og kassekreditt	-66	-8	-
Netto kontantstrøm knyttet til andre kostnader, andre eiendeler og annen gjeld	3 089	-4 051	-430
Utbetaling forvaltningsgodtgjøring til Norges Bank ¹	-3 731	-3 933	-3 933
Netto innbetaling/utbetaling fra operasjonelle aktiviteter	22 438	26 797	116 919
Finansieringsaktiviteter			
Tilførsel fra den norske stat ²	-	-	-
Uttak fra den norske stat ²	-19 669	-20 552	-100 616
Netto innbetaling/utbetaling fra finansieringsaktiviteter	-19 669	-20 552	-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	2 769	6 245	16 303
Netto gevinst/tap valuta på kontanter	210	-1 660	-1 087
Innskudd i banker per periodens slutt	20 738	7 128	17 759

¹ Forvaltningsgodtgjøring som fremkommer i *Kontantstrømoppstillingen* 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	-	-372 190	-372 190
Netto tilførsel/uttak i perioden ¹	-20 800	-	-20 800
31. mars 2016	3 473 840	3 604 390	7 078 231
1. april 2016	3 473 840	3 604 390	7 078 231
Totalresultat	-	509 033	509 033
Netto tilførsel/uttak i perioden ¹	-80 500	-	-80 500
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	-	379 049	379 049
Netto tilførsel/uttak i perioden ¹	-19 700	-	-19 700
31. mars 2017	3 373 640	4 492 472	7 866 112

¹ I første kvartal 2017 ble 23,4 milliarder kroner trukket fra kronekontoen. Av dette ble 3,7 milliarder kroner benyttet til å betale skyldig forvaltningsgodtgjøring for 2016. I første kvartal 2016 ble 24,7 milliarder kroner trukket fra kronekontoen. Av dette ble 3,9 milliarder kroner benyttet til å betale skyldig forvaltningsgodtgjøring for 2015.

Norges Banks hovedstyre
Oslo, 26. april 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 første kvartal 2017, som kun omfatter regnskapsrapporteringen for SPU, ble godkjent av hovedstyret 26. april 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 per 1. januar 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

	1. kvartal 2017	4. kvartal 2016	3. kvartal 2016	2. kvartal 2016	1. kvartal 2016	Hittil i år 31.03.2017
Avkastning målt i fondets valutakurv						
Aksjeinvesteringenes avkastning (prosent)	5,53	4,91	6,03	0,66	-2,90	5,53
Renteinvesteringenes avkastning (prosent)	0,77	-2,35	0,89	2,49	3,32	0,77
Eiendomsinvesteringenes avkastning ¹ (prosent)	0,62	1,25	2,29	-1,42	-1,29	0,62
Fondets avkastning (prosent)	3,78	2,17	4,00	1,27	-0,63	3,78
Fondets relative avkastning ² (prosentpoeng)	0,09	0,28	0,17	-0,11	-0,18	0,09
Avkastning målt i norske kroner (prosent)						
Aksjeinvesteringenes avkastning	6,85	8,74	1,54	1,11	-7,14	6,85
Renteinvesteringenes avkastning	2,03	1,21	-3,39	2,95	-1,19	2,03
Eiendomsinvesteringenes avkastning ¹	1,88	4,95	-2,04	-0,98	-5,60	1,88
Fondets avkastning	5,08	5,90	-0,41	1,72	-4,97	5,08

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	1. kvartal 2017	1. kvartal 2016	2016
Utbytte	28 710	27 367	118 584
Realisert gevinst/tap	68 741	8 913	107 005
Urealisert gevinst/tap	176 713	-203 105	117 224
Inntekt/kostnad fra aksjer og andeler før gevinst/tap valuta	274 164	-166 825	342 813

Tabell 4.2 Spesifisering Inntekt/kostnad fra obligasjoner

Beløp i millioner kroner	1. kvartal 2017	1. kvartal 2016	2016
Renter	18 344	16 998	72 573
Realisert gevinst/tap	249	6 755	30 861
Urealisert gevinst/tap	989	60 725	-3 184
Inntekt/kostnad fra obligasjoner før gevinst/tap valuta	19 582	84 478	100 250

Tabell 4.3 Spesifisering Inntekt/kostnad fra finansielle derivater

Beløp i millioner kroner	1. kvartal 2017	1. kvartal 2016	2016
Utbytte	20	2	102
Renter	-1 345	-19	-2 113
Realisert gevinst/tap	-23	-1 063	-3 251
Urealisert gevinst/tap	2 278	-2 702	2 049
Inntekt/kostnad fra finansielle derivater før gevinst/tap valuta	930	-3 782	-3 213

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

Tabell 5.1 Aksjer og andeler

Beløp i millioner kroner	31.03.2017		31.12.2016	
	Virkelig verdi inkl. utbytte	Opptjent utbytte	Virkelig verdi inkl. utbytte	Opptjent utbytte
Aksjer og andeler	5 058 880	11 275	4 713 907	5 557
Sum aksjer og andeler	5 058 880	11 275	4 713 907	5 557
<i>Herav utlånte aksjer</i>	<i>444 371</i>		<i>340 865</i>	

Tabell 5.2 Obligasjoner

Beløp i millioner kroner	Nominell verdi	31.03.2017		Nominell verdi	31.12.2016	
		Virkelig verdi inkl. opptjente renter	Opp-tjente renter		Virkelig verdi inkl. opptjente renter	Opp-tjente renter
Statsobligasjoner	1 283 617	1 455 508	11 256	1 290 977	1 461 360	11 356
Statsrelaterte obligasjoner	324 867	338 745	2 508	319 602	334 137	2 390
Realrente obligasjoner	107 108	130 064	393	114 916	140 814	547
Selskapsobligasjoner	603 242	621 687	5 642	573 749	591 146	5 992
Pantesikrede obligasjoner	140 700	134 918	1 094	141 566	147 564	1 478
Sum obligasjoner	2 459 534	2 680 922	20 893	2 440 810	2 675 021	21 763
<i>Herav utlånte obligasjoner</i>		<i>490 192</i>			<i>454 735</i>	

Tabell 5.3 Finansielle derivater

Beløp i millioner kroner	Pålydende verdi	31.03.2017		Pålydende verdi	31.12.2016	
		Virkelig verdi Eiendel	Gjeld		Virkelig verdi Eiendel	Gjeld
Valutaderivater	291 206	1 663	2 337	321 580	4 586	1 995
Rentederivater	29 416	1 065	1 252	31 284	528	2 506
Aksjederivater	8 052	5 599	-	6 645	4 252	-
Sum finansielle derivater	328 674	8 327	3 589	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	1. kvartal 2017	1. kvartal 2016	2016
Innbetaling av utbytte	387	533	2 167
Innbetaling av renter	360	173	1 490
Urealisert gevinst/tap	1 928	148	3 285
Inntekt/kostnad fra unotert eiendom før gevinst/tap valuta	2 675	854	6 942

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

Tabell 6.2 Balanseendringer unotert eiendom

Beløp i millioner kroner	31.03.2017	31.12.2016
Unotert eiendom, inngående balanse for perioden	188 469	180 021
Utbetaling til nye investeringer ¹	335	19 147
Utbetaling til eksisterende investeringer ¹	688	2 808
Innbetaling fra eksisterende investeringer ¹	-287	-4 686
Urealisert gevinst/tap	1 928	3 285
Valutaeffekt ved omregning til norske kroner	895	-12 106
Unotert eiendom, utgående balanse for perioden	192 028	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	1. kvartal 2017	1. kvartal 2016	2016
Netto leieinntekter ¹	2 013	1 922	7 645
Realisert gevinst/tap	8	21	109
Virkelig verdiendringer - bygninger ²	1 322	-151	1 416
Virkelig verdiendringer - gjeld ²	-188	-332	-191
Transaksjonskostnader	-16	-18	-411
Rentekostnader ekstern gjeld	-161	-172	-622
Betalbar skatt	-12	-28	-151
Endring utsatt skatt	-57	-84	-174
Eiendomsforvaltning - faste honorarer ³	-127	-102	-454
Eiendomsforvaltning - variable honorarer ³	-70	-149	-39
Forvaltningskostnader innenfor rammen fra Finansdepartementet ⁴	-16	-20	-81
Andre driftskostnader	-21	-33	-105
Netto inntekt underliggende eiendomsselskaper	2 675	854	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	31.03.2017	31.12.2016
Innskudd i banker	3 113	2 272
Bygninger	207 632	204 635
Ekstern gjeld	-15 889	-15 727
Betalbar skatt	-106	-204
Netto utsatt skatt	-1 223	-1 153
Netto andre eiendeler og forpliktelser	-1 499	-1 354
Sum eiendeler og forpliktelser underliggende eiendomsselskaper	192 028	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	
	31.03.2017	31.12.2016	31.03.2017	31.12.2016	31.03.2017	31.12.2016	31.03.2017	31.12.2016
Aksjer og andeler	5 015 031	4 673 199	31 592	28 845	12 257	11 863	5 058 880	4 713 907
Statsobligasjoner	1 372 170	1 369 188	83 199	92 172	139	-	1 455 508	1 461 360
Statsrelaterte obligasjoner	290 210	279 772	47 676	53 463	859	902	338 745	334 137
Realrenteobligasjoner	121 171	124 646	8 893	16 168	-	-	130 064	140 814
Selskapsobligasjoner	595 040	538 692	26 295	52 293	352	161	621 687	591 146
Pantesikrede obligasjoner	123 291	136 088	11 338	11 149	289	327	134 918	147 564
Sum obligasjoner	2 501 882	2 448 386	177 401	225 245	1 639	1 390	2 680 922	2 675 021
Finansielle derivater (eiendeler)	1 044	291	7 283	9 075	-	-	8 327	9 366
Finansielle derivater (gjeld)	-	-	-3 589	-4 501	-	-	-3 589	-4 501
Sum finansielle derivater	1 044	291	3 694	4 574	-	-	4 738	4 865
Unotert eiendom	-	-	-	-	192 028	188 469	192 028	188 469
Annet ¹	-	-	-69 279	-71 768	-	-	-69 279	-71 768
Totalt	7 517 957	7 121 876	143 408	186 896	205 924	201 722	7 867 289	7 510 494
Totalt (prosent)	95,6	94,8	1,8	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 første kvartal 2017 er i hovedsak uendret sammenlignet med utgangen av 2016. Majoriteten av den totale porteføljen er forbundet med lav verdsettelsesusikkerhet. Ved utgangen av første kvartal var 97,4 prosent klassifisert som nivå 1 eller 2 som er nesten uendret i forhold til årsslutt 2016. 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 sluttkurs på børs og klassifisert som nivå 1. Et fåtall aksjer og andeler (0,6 prosent) er klassifisert som nivå 2. Herunder klassifiseres aksjer som nylig er suspendert fra handel eller illikvide verdipapirer som ikke handles hver dag. Enkelte beholdninger (0,2 prosent), som ikke er børsnotert, er illikvide grunnet bindingstid, eller som har vært suspendert fra handel over en lengre periode, har høy usikkerhet rundt etablering av virkelig verdi og er klassifisert som nivå 3.

Obligasjoner

Majoriteten av obligasjoner (93,3 prosent) har observerbare priser som kan handles på og er klassifisert som nivå 1. Et mindretall obligasjoner (6,6 prosent) er klassifisert som nivå 2. Disse har ikke tilstrekkelig grad av markedspriser som kan handles på, 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 eiendomsinvesteringer 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

Det har ikke vært noen endring i den relative andelen aksjer klassifisert som nivå 1 eller nivå 2 i kvartalet.

Det har vært en liten nedgang i verdsettelses-usikkerheten for obligasjoner. Dette skyldes hovedsakelig at enkelte selskapsobligasjoner denominert i amerikanske dollar har blitt omklassifisert fra nivå 2 til nivå 1 grunnet et tilstrekkelig antall observerbare kurser ved utgangen av første kvartal. 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	31.03.2017
Aksjer og andeler	11 863	1 548	-1 507	20	320	93	-197	117	12 257
Obligasjoner	1 390	317	-	-55	-10	-	-	-3	1 639
Unotert eiendom ¹	188 469	736	-	-	1 928	-	-	895	192 028
Totalt	201 722	2 601	-1 507	-35	2 238	93	-197	1 009	205 924

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 obligasjoner klassifisert som nivå 3 økt med 249 millioner kroner. Dette skyldes hovedsakelig kjøp av en statsobligasjon og en obligasjon mottatt som kompensasjon i forbindelse med en

oppkjøpstransaksjon. Begge disse obligasjonene har blitt klassifisert som nivå 3 siden verdsettelsen er basert på modeller med utstrakt bruk av ikke-observerbare inndata. Aksjer klassifisert som nivå 3 har økt med 394 millioner kroner hovedsakelig på grunn av økt verdi på en aksje i denne kategorien.

4. SENSITIVITETSANALYSE FOR NIVÅ 3 BEHOLDNINGER

Tabell 7.3 Ytterligere spesifisering nivå 3 og sensitiviteter

Beløp i millioner kroner	Spesifisering av nivå 3 per 31.03.2017	Sensitiviteter 31.03.2017		Spesifisering av nivå 3 per 31.12.2016	Sensitiviteter 31.12.2016	
		Ufordelaktige endringer	Fordelaktige endringer		Ufordelaktige endringer	Fordelaktige endringer
Aksjer og andeler	12 257	-2 447	2 447	11 863	-2 638	2 606
Statsobligasjoner	139	-14	14	-	-	-
Statsrelaterte obligasjoner	859	-86	86	902	-90	90
Selskapsobligasjoner	352	-35	35	161	-16	16
Pantesikrede obligasjoner	289	-29	29	327	-33	33
Sum obligasjoner	1 639	-164	164	1 390	-139	139
Unotert eiendom	192 028	-9 861	10 913	188 469	-9 678	10 711
Totalt	205 924	-12 472	13 524	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 fremtidige leieinntekter på 2 prosent vil redusere eiendomsporteføljens verdi med om lag 5,1 prosent eller 9 861 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 5,7 prosent eller 10 913 millioner kroner.

Sensitivitet for obligasjoner klassifisert som nivå 3 er tilnærmet uendret sammenlignet med årsslutt, mens sensitivitet for aksjer klassifisert som nivå 3 er noe redusert.

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.

Aktivklasse per land og valuta

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

Tabell 8.1 Fordeling per aktivaklasse, land og valuta

Aktivaklasse	Marked	Markedsverdi i prosent per land og valuta ¹		Markedsverdi i prosent per aktivaklasse		Eiendeler minus gjeld før forvaltningsgodtgjøring		
		31.03.2017	Marked	31.12.2016	31.03.2017	31.12.2016	31.03.2017	31.12.2016
Aksjer	Utviklet	90,1	Utviklet	90,5				
	USA	37,2	USA	37,6				
	Storbritannia	9,5	Storbritannia	9,8				
	Japan	8,9	Japan	9,0				
	Tyskland	5,4	Tyskland	5,4				
	Frankrike	5,1	Frankrike	5,2				
	Sum andre	24,0	Sum andre	23,5				
	Fremvoksende	9,9	Fremvoksende	9,5				
	Kina	2,9	Kina	2,7				
	Taiwan	1,7	Taiwan	1,5				
	India	1,1	India	1,0				
	Brasil	0,8	Brasil	0,8				
	Sør-Afrika	0,6	Sør-Afrika	0,6				
	Sum andre	2,8	Sum andre	2,9				
Sum aksjer					64,59	62,47	5 081 795	4 691 863
Obligasjoner	Utviklet	87,2	Utviklet	87,6				
	Amerikanske dollar	43,2	Amerikanske dollar	43,7				
	Euro	25,6	Euro	25,3				
	Japanske yen	6,5	Japanske yen	5,9				
	Britiske pund	3,9	Britiske pund	4,6				
	Kanadiske dollar	3,0	Kanadiske dollar	3,0				
	Sum andre	5,0	Sum andre	5,1				
	Fremvoksende	12,8	Fremvoksende	12,4				
	Meksikanske peso	2,3	Meksikanske peso	1,9				
	Sørkoreanske won	1,8	Sørkoreanske won	1,7				
	Indiske rupi	0,9	Indiske rupi	0,9				
	Polske zloty	0,9	Polske zloty	0,8				
	Indonesiske rupiah	0,9	Brasilianske real	0,8				
	Sum andre	6,0	Sum andre	6,3				
Sum obligasjoner					32,95	34,31	2 591 948	2 576 875
Unotert eiendom	USA	49,6	USA	46,0				
	Storbritannia	22,9	Storbritannia	23,0				
	Frankrike	14,9	Frankrike	14,6				
	Sveits	4,5	Tyskland	7,6				
	Tyskland	3,3	Sveits	3,6				
	Sum andre	4,8	Sum andre	5,2				
Sum unotert eiendom²					2,46	3,22	193 546	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 første kvartal var aksjeandelen i fondet 64,6 prosent. Dette er en økning fra 62,5 prosent ved årsslutt 2016. Obligasjonsporteføljens andel av fondet har gått ned til 32,9 prosent i første 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 børsnotert eiendom ble flyttet til aksjeporteføljen ved inngangen til året som følge av endring i mandatet. De fremvoksende markedene har hittil i år hatt en sterkere avkastning enn de utviklede markedene, der både aksjemarkedene har steget og valutaene har styrket seg. Dette har ført til en økning i andelen investert i fremvoksende markeder både for aksjer og obligasjoner.

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 for å lage en risikoprofil til 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							
	31.03.2017	Min 2017	Maks 2017	Snitt 2017	31.12.2016	Min 2016	Maks 2016	Snitt 2016
Porteføljen	10,9	10,7	10,9	10,8	10,6	10,2	10,7	10,5
Aksjer	14,0	13,9	14,0	14,0	14,0	12,9	14,1	13,7
Obligasjoner	9,7	9,7	9,8	9,7	9,7	9,6	10,3	10,0
Unotert eiendom ¹	12,6	12,6	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 aktivklassene, forventet relativ volatilitet, basispunkter

	Forventet relativ volatilitet							
	31.03.2017	Min 2017	Maks 2017	Snitt 2017	31.12.2016	Min 2016	Maks 2016	Snitt 2016
Porteføljen ¹	32	31	35	32	34	-	-	-
Aksje- og obligasjonsporteføljen	-	-	-	-	28	26	29	28
Aksjer	38	36	40	37	37	34	38	36
Obligasjoner	45	41	45	43	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 10,9 prosent, eller om lag 860 milliarder kroner, ved utgangen av første kvartal, mot 10,6 prosent ved årsslutt 2016. Både aksjeporteføljens og obligasjonsporteføljens forventede volatilitet er uendret siden utgangen av 2016 på henholdsvis 14,0 prosent og 9,7 prosent. Økningen i fondets forventede volatilitet i første kvartal skyldes hovedsakelig økt vekt av aksjer i porteføljen.

Fondets forventede relative volatilitet, inkludert unotert eiendom, var 32 basispunkter ved utgangen av første kvartal, mot 34 basispunkter ved årsslutt 2016.

Forventet ekstremavviksrisiko er et halerisikomål som måler forventet tap til en portefølje 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 første kvartal var ekstremavviksrisikoen 1,36 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, 31.03.2017	AAA	AA	A	BBB	Lavere vurdering	Totalt
Statsobligasjoner	692 185	226 085	312 902	183 423	40 913	1 455 508
Statsrelaterte obligasjoner	142 620	140 219	38 974	15 105	1 827	338 745
Realrenteobligasjoner	100 649	11 176	3 611	10 890	3 738	130 064
Selskapsobligasjoner	6 303	65 130	221 186	318 715	10 353	621 687
Pantesikrede obligasjoner	118 199	13 543	1 542	1 634	-	134 918
Sum obligasjoner	1 059 956	456 153	578 215	529 767	56 831	2 680 922

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 21,6 prosent ved slutten av første kvartal sammenlignet med 19,9 prosent ved årsslutt 2016. Dette skyldes i stor grad en økning i japanske statsobligasjoner. Videre ble obligasjoner med en kredittvurdering AAA redusert til 39,5 prosent av porteføljen ved slutten av første kvartal fra 41,1 prosent ved årsslutt, hovedsakelig som følge av redusert

eksponering i statsobligasjoner i denne kategorien. Kredittkvaliteten på obligasjonsporteføljen er totalt sett 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 31. mars 2017, aggregert for SPU.

Tabell 8.5 Motpartsrisiko per type posisjon

Beløp i millioner kroner, 31.03.2017	Brutto eksponering	Motregnings-effekter	Sikkerheter og garantier	Netto eksponering
Verdipapirutlån	70 106	-	1 141	68 965
Usikrede bankinnskudd ¹	18 839	-	-	18 839
Ikke-børsnoterte derivater inklusiv valutakontrakter	16 871	4 783	215	11 873
Avregnede ikke-børsnoterte og børsnoterte derivater ²	8 893	1 463	-104	7 534
Deltagelsessertifikater	4 553	-	-	4 553
Gjenkjøps- og gjensalgsvtaler	5 189	696	-96	4 589
Oppgjørsrisiko på motpart og transaksjoner med lang oppgjørstid	368	-	-	368
Totalt	124 819	6 942	1 156	116 721

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 gjensalgsvtaler	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 både brutto og netto risikoeksponering har økt noe siden årsslutt 2016. Nettoeksponeringen var 116,7 milliarder kroner ved utgangen av første kvartal mot 113,1 milliarder kroner ved årsslutt. Økningen

skyldes i hovedsak økt risikoeksponering fra verdipapirutlån og gjenkjøps- og gjensalgsvtaler.

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.

Tabell 9.1 Forvaltningsgodtgjøring

Beløp i millioner kroner	1. kvartal 2017	Basis-punkter	1. kvartal 2016	Basis-punkter	2016	Basis-punkter
Lønn, arbeidsgiveravgift og andre personalkostnader	333		269		1 177	
Kostnader til depot	99		91		379	
IT-tjenester, systemer, data og informasjon	154		154		649	
Analyse, konsulent og juridiske tjenester	32		57		261	
Øvrige kostnader	64		57		244	
Fordelte kostnader Norges Bank	43		41		161	
Faste honorarer til eksterne forvaltere	209		170		638	
Forvaltningsgodtgjøring eksklusive avkastningsavhengige honorarer	934	5,0	839	4,7	3 509	4,9
Avkastningsavhengige honorarer til eksterne forvaltere	243		-87		222	
Forvaltningsgodtgjøring	1 177	6,3	752	4,2	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	1. kvartal 2017	1. kvartal 2016	2016
Lønn, arbeidsgiveravgift og andre personalkostnader	6	5	27
IT-tjenester, systemer, data og informasjon	8	9	36
Analyse, konsulent og juridiske tjenester	3	6	19
Øvrige kostnader	4	4	18
Sum forvaltningskostnader datterselskaper eiendom	21	24	100
<i>Herav forvaltningskostnader ikke-konsoliderte datterselskaper</i>	<i>16</i>	<i>20</i>	<i>81</i>
<i>Herav forvaltningskostnader konsoliderte datterselskaper</i>	<i>5</i>	<i>4</i>	<i>19</i>

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 porteføljerisikoen 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 kostnadrammen. Samlede forvaltningskostnader som måles mot den øvre kostnadsrammen utgjør 955 millioner kroner i første kvartal 2017. Dette består av 934 millioner kroner i forvaltningskostnader i Norges Bank eksklusive avkastningsavhengige honorarer til eksterne forvaltere og 21 millioner kroner i forvaltningskostnader i datterselskaper. Dette tilsvarer 5,1 basispunkter av forvaltet kapital på årsbasis.

Samlede forvaltningskostnader inklusive avkastningsavhengige honorarer utgjør 1 198 millioner kroner i første kvartal 2017. Dette tilsvarer 6,4 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 31. mars 2017, resultatregnskap, oppstilling av endringer i eiers kapital, kontantstrømoppstilling for tre 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, 26. april 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