NORGES BANK
INVESTMENT MANAGEMENT

1.KV.|16

STATENS PENSJONSFOND UTLAND

KVARTALSRAPPORT /2016

HOVEDPUNKTER

Tall og fakta for 1. kvartal 2016

-0,6 %

-85 MRD. KR

Statens pensjonsfond utland fikk en avkastning på **-0,6** prosent, eller **-85** milliarder kroner i første kvartal 2016.

AKSJE-INVESTERINGENE	RENTE-INVESTERINGENE	EIENDOMS-INVESTERINGENE
-2,9 %	3,3 %	-1,3 %

Avkastningen på fondets aksjeinvesteringer var **-2,9** prosent, mens renteinvesteringene fikk en avkastning på **3,3** prosent. Investeringer i eiendom fikk en avkastning på **-1,3** prosent.

Avkastningen på aksje- og renteinvesteringene var **0,2** prosentpoeng lavere enn avkastningen på referanseindeksene som fondet måles mot.

7 079

Ved utgangen av kvartalet var fondets markedsverdi **7 079 milliarder kroner**. Fondet var investert med **59,8** prosent i aksjer, **37,0** prosent i rentepapirer og **3,1** prosent i eiendom.

AKSJE-INVESTERINGENE

59,8 %

RENTE-INVESTERINGENE

37,0 %

EIENDOMS-INVESTERINGENE

3,1 %

Innhold

1.kv.|16

1

FORVALTNINGEN

Markedsutviklingen 6
Aksjeinvesteringene 7
Renteinvesteringene 10
Eiendomsinvesteringene 14
Ansvarlig forvaltning 15
Risikostyring 16

2

NØKKELTALL

Nøkkeltall 19

3

REGNSKAP

Regnskaps-rapportering 23
Noter til regnskaps-rapportering 28
Revisors uttalelse 48

WWW.NBIM.NO
Norges Bank Investment Management forvalter Statens pensjonsfond utland.
Oppdraget vårt er å ivareta og utvikle finansielle verdier for fremtidige generasjoner.

Forvaltningen

MARKEDSUTVIKLINGEN

De to første månedene av 2016 var preget av særlig høy markedsvolatilitet. Uroen var drevet av bekymring for en oppbremsing i Kina, usikkerhet knyttet til Kinas valutapolitikk, fallende råvarepriser, lavere inflasjonsforventinger og økt bekymring for resesjon i USA. I mars avtok imidlertid denne uroen. Indikatorer viste at kinesisk vekst flatet ut og valutaintervensjoner bidro til fornyet stabilitet for den kinesiske yuanen. Den amerikanske sentralbanken signaliserte at rentene ville heves langsommere enn tidligere antatt.

Den økonomiske veksten i USA fortsatte i moderat tempo. Arbeidsmarkedet styrket seg, og ledighetsraten var stabil. Husholdningenes forbruk steg, men bedriftenes investeringer og eksportutviklingen var fortsatt svak. Den amerikanske sentralbanken hevet i desember 2015 rentene for første gang etter finanskrisen. Ved inngangen til 2016 signaliserte banken at rentenivået ville bli hevet fire ganger i løpet av året, men i mars ble rentekomiteens forventning revidert til to rentehevinger.

I euroområdet var veksten fortsatt moderat i første kvartal. Svak prisvekst førte til at eurosonen falt tilbake til deflasjon i løpet av kvartalet. Fallende energipriser, terrorangrepene i Brussel, markedets forventninger til EU-avstemningen i Storbritannia samt flyktningsituasjonen og euroområdets avtale med Tyrkia påvirket markedene og de økonomiske forventningene i første kvartal.

Den europeiske sentralbanken fortsatte å senke rentene, og innførte ytterligere pengepolitiske lettelser i første kvartal. Imidlertid signaliserte de på møtet i mars at rentene ikke vil kuttes videre med mindre de økonomiske utsiktene forverres betraktelig. Ved utgangen av første kvartal hadde seks land negative styringsrenter, etter at Japan og Ungarn introduserte dette som virkemiddel i pengepolitikken i løpet av kvartalet.

Ved inngangen til kvartalet var det betydelig usikkerhet i markedene knyttet til den økonomiske veksten i Kina og myndighetenes valutapolitikk. Det ble i økende grad priset inn et kraftig fall i veksttakten og en devaluering av den kinesiske yuanen. Dette gikk særlig ut over mindre fremvoksende økonomier med tette økonomiske bånd til Kina. Fallende råvarepriser førte til lavere inntjening for råvareeksportørene. Samtidig bidro svekkelsen av fremvoksende økonomiers valutaer til at verdien av deres utenlandsgjeld steg betydelig målt i lokal valuta. Mot slutten av kvartalet snudde denne utviklingen. Indikatorer signaliserte at kinesisk vekst flatet ut, samtidig som tiltak fra sentralbanken bidro til å stabilisere den kinesiske yuanen. Høyere råvarepriser og utsikter til færre rentehevinger i USA hadde også en positiv virkning på markedene globalt mot slutten av kvartalet.

AKSJEINVESTERINGENE

Aksjeinvesteringene, som utgjorde 59,8 prosent av fondet ved utgangen av kvartalet, fikk en avkastning på -2,9 prosent. 2016 startet med en nedgang i globale aksjemarkeder. Nedgangen var hovedsakelig drevet av svake kinesiske aksjemarkeder.

Svak avkastning i Asia og Oseania

Det var svak avkastning i alle regioner. Aksjer i Asia og Oseania hadde en avkastning på -4,8 prosent og utgjorde 20,9 prosent av fondets aksjeinvesteringer. Avkastningen for japanske aksjer var -8,6 prosent. Japanske aksjer utgjorde 8,8 prosent av aksjeinvesteringene.

Det kinesiske aksjemarkedet hadde svak avkastning i første kvartal og kinesiske aksjer fikk en avkastning på -10,0 prosent. Totalt var 2,8 prosent av fondets aksjeinvesteringer plassert her.

Nordamerikanske aksjer hadde en avkastning på -0,7 prosent i kvartalet og sto for 37,7 prosent av fondets aksjeinvesteringer. Avkastningen for aksjer notert i USA var -1,3 prosent. USA var fondets største enkeltmarked og sto for 35,7 prosent av aksjeinvesteringene.

Europeiske aksjer fikk en avkastning på -4,6 prosent i kvartalet. Totalt var 38,4 prosent av fondets aksjeinvesteringer plassert i europeiske selskaper. Storbritannia, som er fondets største europeiske marked, hadde en avkastning på -5,6 prosent. 10,8 prosent av aksjeinvesteringene var plassert her.

Aksjer i fremvoksende markeder hadde en avkastning på 0,7 prosent i kvartalet. Totalt var 9,3 prosent av fondets aksjeinvesteringer plassert i fremvoksende markeder.

Tabell 1 Avkastning på fondets aksjeinvesteringer i første kvartal 2016. Fordelt etter sektor. Prosent

Sektor	Avkastning i internasjonal valuta	Andel av aksjebeholdningen[1]
Finans	-8,6	22,1
Konsumvarer	-2,1	14,7
Industri	0,5	14,0
Konsumtjenester	-1,1	11,1
Helse	-8,3	10,1
Teknologi	-0,3	9,3
Olje og gass	2,6	5,7
Materialer	1,5	5,3
Telekommunikasjon	1,8	3,6
Kraft- og vannforsyning	3,2	3,5

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

Tabell 2 Fondets største aksjebeholdninger per 31. mars 2016. Millioner kroner

Selskap	Land	Beholdning
Nestlé SA	Sveits	51 324
Apple Inc	USA	41 814
Royal Dutch Shell Plc	Storbritannia	38 647
Alphabet Inc	USA	31 090
Roche Holding AG	Sveits	30 999
Microsoft Corp	USA	29 133
Novartis AG	Sveits	26 624
BlackRock Inc	USA	25 483
Exxon Mobil Corp	USA	23 037
Johnson & Johnson	USA	21 922

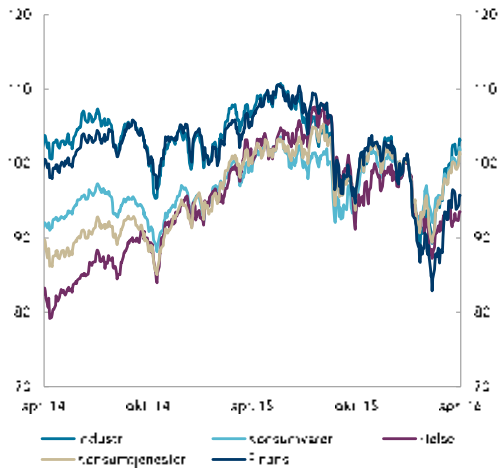
Sterkest avkastning for kraft- og vannforsyning
Halvparten av aksjesektorene hadde negativ avkastning i første kvartal. Det var særlig finans- og helseselskaper som bidro til å dra ned resultatet. I motsatt ende så man positiv avkastning i flere av sektorene som hadde svak avkastning i 2015.

Kraft- og vannforsyning hadde den sterkeste avkastningen i kvartalet med en oppgang på 3,2 prosent. Den stabile kontantstrømmen til kraft- og vannforsyningsselskaper ble ansett som en trygg havn i et turbulent marked. Sektoren ble positivt påvirket av de lave rentenivåene.

Olje- og gasselskaper hadde en avkastning på 2,6 prosent. Oppgangen kom imidlertid etter en nedgang på 13,7 prosent i 2015. Oljeprisen startet året med videre fall, men tok seg deretter opp igjen etter at flere land samlet seg om en avtale om å fryse oljeproduksjonen på januar-nivå, og oljeproduksjonen utenfor OPEC viste tegn til å avta.

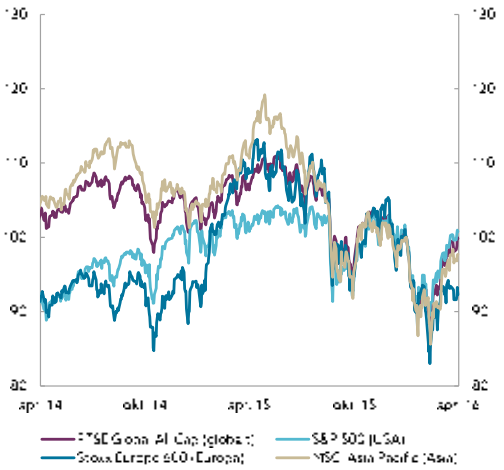
Telekommunikasjonsselskaper hadde en avkastning på 1,8 prosent i kvartalet. Avkastningen var hovedsakelig drevet av amerikanske telekommunikasjonsselskaper. En rekke amerikanske telekommunikasjonsselskaper som betalte høye utbytter hadde sterk avkastning i første kvartal. Europeiske telekommunikasjonsselskaper hadde derimot svakere avkastning i kvartalet grunnet usikkerhet rundt mulighetene for videre konsolidering i markedet.

Figur 1 Kursutviklingen i ulike aksjesektorer i FTSE Global All Cap-indeksen. Målt i amerikanske dollar. Indeksert 31.12.2015 = 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 31.12.2015 = 100



Kilde: Bloomberg

Selskaper i finanssektoren hadde den svakeste avkastningen med en nedgang på -8,6 prosent. Særlig banksektoren hadde et svakt kvartal og var den største bidragsyteren til den negative avkastningen. De lave rentenivåene førte til spørsmål om bankers fremtidige inntjeningspotensial, noe som ga svak avkastning, spesielt for europeiske og japanske banker.

Enkeltinvesteringer
Investeringen i oljeselskapet Royal Dutch Shell bidro mest positivt til avkastningen i første kvartal, fulgt av investeringene i telekommunikasjonsselskapet Verizon Communications og detaljhandelsselskapet Tesco. Enkeltselskapene som bidro mest negativt til avkastningen var finansselskapet Credit Suisse Group, farmasiselskapet Novartis og finansselskapet HSBC Holdings.

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 bestod av 33 valutaer ved utgangen av første kvartal 2016. Om ikke annet er oppgitt i teksten, er resultatmålingen gjort i fondets valutakurv.

Det var relativt få børsnoteringer i årets første kvartal. Vi deltok i totalt 9 børsnoteringer i første kvartal 2016. Den største børsnoteringen i markedet som fondet kjøpte aksjer i, var i farmasiselskapet BeiGene. Deretter fulgte spillselskapet LeoVegas og IT-selskapet Catena Media. Fondets største deltagelse i børsnoteringer var i farmasiselskapet Union Medical Healthcare, Catena Media og helseselskapet Humana.

Relativ avkastning
Avkastningen på fondets aksjeinvesteringer sammenlignes med avkastningen til globale referanseindekser for aksjer. Fondets referanseindeks fastsettes av Finansdepartementet og tar utgangspunkt i den globale All Cap-indeksen fra FTSE Group.

Avkastningen på fondets aksjeinvesteringer var i kvartalet 0,2 prosentpoeng lavere enn avkastningen til referanseindeksen for aksjer. Aksjevalg innenfor aksjesektorene finans og materialer bidro negativt til den relative avkastningen i kvartalet. Fordelt på land var det spesielt aksjer i Kina og Sveits som bidro mest til det negative relative resultatet i kvartalet, mens amerikanske aksjer bidro mest positivt.

Intern referanseportefølje
Vi har utformet en intern referanseportefølje for aksjer. Denne referanseporteføljen tar hensyn til fondets særtrekk og formål, og skal over tid gi et bedre bytteforhold mellom forventet risiko og avkastning. Den interne referanseporteføljen for aksjer fikk en avkastning på -2,7 prosent i første kvartal. Avkastningen var 0,02 prosentpoeng lavere enn avkastningen til referanseindeksen fastsatt av Finansdepartementet.

RENTEINVESTERINGENE

Renteinvesteringene utgjorde 37,0 prosent av fondet ved utgangen av første kvartal og oppnådde en avkastning på 3,3 prosent. Det var fallende rentenivåer og mer ekspansiv pengepolitikk i nær alle markedene fondet er investert i, noe som bidro positivt til avkastningen. Renteinvesteringene bestod i hovedsak av obligasjoner, i tillegg til kortsiktige rentepapirer og bankinnskudd.

Positiv avkastning for statsobligasjoner

Statsobligasjoner fikk en avkastning på 4,4 prosent og utgjorde 56,4 prosent av fondets renteinvesteringer ved utgangen av kvartalet. Stadig lavere renter ga kursgevinster på obligasjonsbeholdningen, noe som bidro positivt til avkastningen.

Amerikanske statsobligasjoner fikk en avkastning på 1,4 prosent. I lokal valuta var avkastningen 3,8 prosent. Amerikanske statsobligasjoner stod for 17,9 prosent av renteinvesteringene og var fondets største beholdning av statsgjeld fra en enkeltutsteder. Den amerikanske sentralbanken lot være å øke styringsrenten i dette kvartalet, og har også senket egne forventninger til innstramminger i pengepolitikken fremover. Dette bidro positivt til avkastningen i renteporteføljen.

Euro-denominerte statsobligasjoner, som utgjorde 12,7 prosent av renteinvesteringene, fikk en avkastning på 6,5 prosent. I lokal valuta var avkastningen 3,9 prosent. På rentemøtet i mars introduserte den europeiske sentralbanken en rekke pengepolitiske lettelser, og alle nøkkelrenter ble kuttet. Denne pengepolitiske linjen bidro positivt til avkastningen i renteporteføljen.

Tabell 3 Avkastningen på fondets renteinvesteringer i første kvartal 2016. Fordelt etter sektor. Prosent

Sektor	Avkastning i internasjonal valuta	Andel av renteinvesteringene[1]
Statsobligasjoner[2]	4,4	56,4
Statsrelaterte obligasjoner[2]	3,0	14,2
Realrenteobligasjoner[2]	2,7	4,4
Selskapsobligasjoner	1,9	20,9
Pantesikrede obligasjoner	2,4	6,1

[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 2016. Millioner kroner

Utsteder	Land	Beholdning
Amerikanske stat	USA	542 423
Japanske stat	Japan	179 200
Tyske stat	Tyskland	155 929
Britiske stat	Storbritannia	83 560
Meksikanske stat	Mexico	54 899
Koreanske stat	Sør-Korea	47 983
Spanske stat	Spania	42 086
Italienske stat	Italia	40 709
Franske stat	Frankrike	40 012
Kreditanstalt für Wiederaufbau	Tyskland	32 580

Tabell 5 Fondets obligasjoner per 31. mars 2016 fordelt etter kredittvurdering. Prosent av beholdningen

	AAA	AA	A	BBB	Lavere vurdering	Totalt
Statsobligasjoner	27,3	9,6	10,6	6,8	1,1	55,3
Statsrelaterte obligasjoner	6,0	5,6	1,1	1,1	0,2	14,0
Realrenteobligasjoner	3,0	0,2	0,2	0,8	0,0	4,3
Selskapsobligasjoner	0,1	1,6	8,0	10,3	0,4	20,4
Pantesikrede obligasjoner	5,1	0,6	0,1	0,2	0,0	6,0
Sum obligasjoner	**41,5**	**17,6**	**20,0**	**19,1**	**1,7**	**100,0**

Japanske statsobligasjoner, som utgjorde 6,7 prosent av renteinvesteringene, fikk en avkastning på 7,5 prosent. I lokal valuta var avkastningen 2,8 prosent. Japanske renter beveget seg ned til rekordlave nivåer etter at den japanske sentralbanken introduserte negative styringsrenter. Dette bidro positivt til avkastningen på fondets renteinvesteringer i Japan.

Fondet er også investert i obligasjoner fra statsrelaterte institusjoner som Kreditanstalt für Wiederaufbau, European Investment Bank og Canada Housing Trust. Statsrelaterte obligasjoner hadde en avkastning på 3,0 prosent og utgjorde 14,2 prosent av renteinvesteringene.

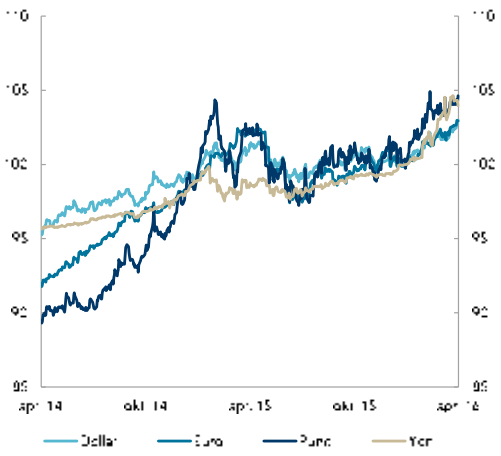
Selskapsobligasjonene fikk en avkastning på 1,9 prosent og utgjorde 20,9 prosent av fondets renteinvesteringer ved utgangen av kvartalet. Fondets pantesikrede obligasjoner, som hovedsakelig bestod av obligasjoner med fortrinnsrett denominert i euro, utgjorde 6,1 prosent av fondets renteinvesteringer og fikk en avkastning på 2,4 prosent.

Realrenteobligasjoner fikk en avkastning på 2,7 prosent og utgjorde 4,4 prosent av fondets renteinvesteringer.

Endringer i beholdningen av rentepapirer

Markedsverdien av investeringene i rentepapirer i fremvoksende lands valutaer steg sammenlignet med forrige kvartal. Fremvoksende markeder utgjorde 12,7 prosent av investeringene i slutten av første kvartal, mot 12,4 prosent ved inngangen til kvartalet.

Figur 3 Kursutviklingen for obligasjoner som er utstedt i ulike valutaer. Målt i lokal valuta. Indeksert 31.12.2015 = 100



Kilde: Barclays

Investeringer i dollar, euro, pund og yen utgjorde 79,0 prosent av renteinvesteringene ved utgangen av første kvartal, mot 79,4 prosent ved inngangen til kvartalet.

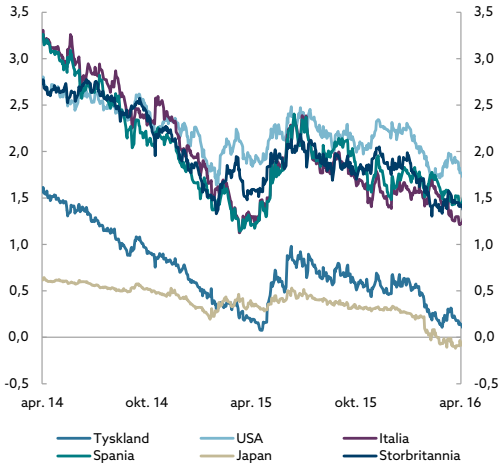
I første kvartal økte markedsverdien mest i statsobligasjoner utstedt av USA, Brasil og Canada. Fondets største reduksjon i markedsverdi var i statsobligasjoner utstedt av Japan, Tyskland og Spania.

Relativ avkastning

Avkastningen på fondets renteinvesteringer sammenlignes med avkastningen til globale referanseindekser for obligasjoner. Fondets referanseindeks fastsettes av Finansdepartementet med utgangspunkt i indekser fra Barclays.

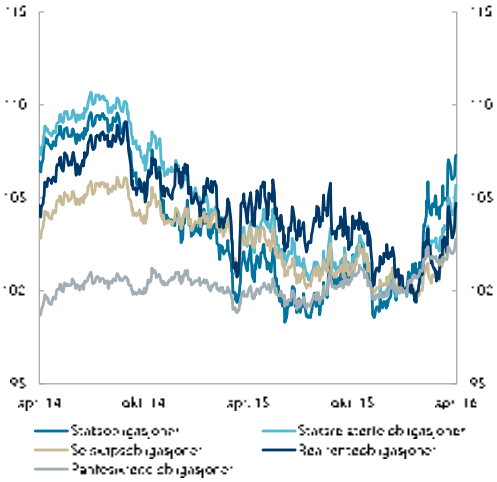
I første kvartal var avkastningen på fondets renteinvesteringer 0,2 prosentpoeng lavere enn avkastningen til referanseindeksen for obligasjoner. Innenfor de utviklede markedene falt det generelle rentenivået i første kvartal. En kortere durasjon på fondets renteinvesteringer sammenlignet med referanseindeksen bidro mest til den negative relative avkastningen.

Figur 4 Utviklingen i rentene på tiårige statsobligasjoner. Prosent



Kilde: Bloomberg

Figur 5 Kursutviklingen for ulike obligasjoner. Målt i amerikanske dollar. Indeksert 31.12.2015 = 100



Kilde: Barclays

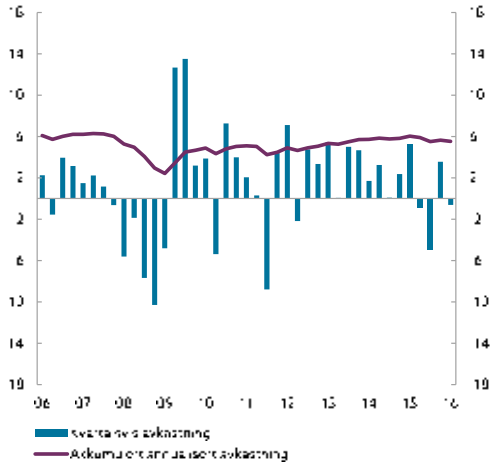
Intern referanseportefølje

Vi har utformet en intern referanseportefølje for obligasjoner. Denne referanseporteføljen tar hensyn til fondets særtrekk og formål, slik at porteføljen over tid gir et best mulig bytteforhold mellom forventet risiko og avkastning. Den interne referanseporteføljen for obligasjoner fikk en avkastning på 3,6 prosent i første kvartal. Avkastningen var 0,02 prosentpoeng høyere enn avkastningen til referanseindeksen fastsatt av Finansdepartementet.

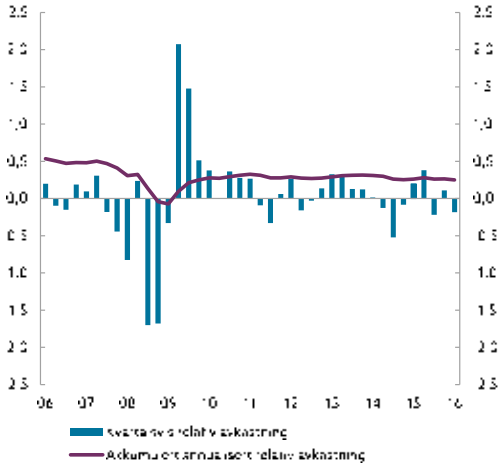
Tabell 6 Bidrag fra forvaltningsområdene til aksje- og renteforvaltningens relative avkastning i første kvartal 2016. Prosentpoeng

	Totalt	Herav ekstern forvaltning
Aksjeforvaltning	-0,13	-0,04
Renteforvaltning	-0,08	-0,01
Allokering mellom aktivaklassene	0,03	
Totalt	**-0,18**	**-0,05**

Figur 6 Fondets kvartalsvise avkastning og akkumulerte annualiserte avkastning. Prosent



Figur 7 Kvartalsvis relativ avkastning og akkumulert annualisert relativ avkastning på fondet, eksklusive eiendom. Prosentpoeng



EIENDOMSINVESTERINGENE

Fondets investeringer i eiendom utgjorde 3,1 prosent av fondet ved utgangen av første kvartal. Eiendomsinvesteringene fikk i første kvartal en samlet avkastning på -1,3 prosent. Investeringene i unotert eiendom fikk en avkastning på -1,0 prosent, mens investeringene i notert eiendom fikk en avkastning på -2,2 prosent.

Avkastningen på fondets unoterte eiendomsinvesteringer påvirkes av leieinntekter fratrukket driftskostnader, verdiendringer i eiendom og gjeld, endringer i valutakurser og transaksjonskostnader for kjøp av eiendom. Løpende leieinntekter fratrukket driftskostnader bidro positivt til resultatet med 0,9 prosentpoeng målt i lokal valuta. Verdiendring på eiendom og gjeld bidro negativt til resultatet med -0,4 prosentpoeng målt i lokal valuta. Valutasvingninger hadde en negativ påvirkning på avkastningen med -1,5 prosentpoeng i første kvartal. Transaksjonskostnader for kjøp av eiendom hadde ingen påvirkning på resultatet.

Ingen nye eiendomsinvesteringer i kvartalet

Fondet gjorde ingen nye eiendomsinvesteringer i første kvartal. Fondet solgte to logistikkeiendommer i Spania, i samarbeid med Prologis.

Tabell 7 Avkastningen på fondets eiendomsinvesteringer i første kvartal 2016. Avkastningskomponenter på unoterte eiendomsinvesteringer. Prosent

	Avkastning
Netto resultat fra løpende leieinntekter	0,9
Netto verdiendringer på eiendom og gjeld	-0,4
Transaksjonskostnader for kjøp av eiendom	0,0
Resultat av valutajusteringer	-1,5
Unoterte eiendomsinvesteringer	-1,0
Børsnotert eiendom	-2,2
Total avkastning	**-1,3**

Tabell 8 Verdien av eiendomsinvesteringene per 31. mars 2016. Millioner kroner

	Verdi
Investeringer i unotert eiendom	169 840
Investeringer i notert eiendom	51 334
Bankinnskudd og andre fordringer	1 582
Totalt	**222 756**

ANSVARLIG FORVALTNING
Ansvarlig forvaltningsvirksomhet er en viktig og integrert del av forvaltningsoppdraget vårt. Vi har strukturert arbeidet vårt innen områdene standardsetting, eierskap og risikohåndtering.

Standardsetting
I første kvartal fortsatte vi arbeidet med standardsetting og forventninger til selskaper vi er investert i. Vi publiserte våre forventninger til selskapenes håndtering av menneskerettigheter. Vi forventer at selskapene integrerer og tar hensyn til menneskerettigheter i sin forretningsstrategi, planlegging og risikohåndtering. I tillegg forventer vi at de offentliggjør strategier og rapporterer om menneskerettigheter og har dialog med interessegrupper om menneskerettigheter.

Videre publiserte vi i første kvartal oppdaterte stemmeretningslinjer. Disse tar utgangspunkt i internasjonale standarder som G20/OECDs prinsipper for selskapsstyring. Vi tar sikte på at vår stemmegivning skal være prinsipiell og forutsigbar, ta hensyn til selskapsspesifikke forhold og støtte fondets langsiktige strategi. Vi har lagt vekt på styrets rolle og aksjonærrettigheter, selskapsrapportering og bærekraftig forretningspraksis.

Vi jobbet videre med OECDs arbeidsgruppe for ansvarlig forretningsdrift for finanssektoren. I tillegg ga vi innspill til Singapore-børsen sin gjennomgang av bærekraftrapportering for noterte selskaper. Vi støtter børsens initiativ for å styrke kravene til bærekraftsrapportering og oppfordrer til økt åpenhet.

I løpet av kvartalet knyttet vi oss til et industriinitiativ kalt Social & Labor Convergence project, fasilitert av Sustainable Apparel Coalition. Hensikten med initiativet er å bedre sosiale og arbeidsmessige forhold innen klesindustrien. Industriinitiativet vil jobbe for å utvikle en standard for hvordan selskaper innen klesindustrien håndterer sosiale og arbeidsmessige forhold i sine leverandørkjeder. Målet vårt med å støtte initiativet er å bidra til utviklingen av bedre markedspraksis og en mer bærekraftig klesindustri.

I løpet av kvartalet arrangerte og finansierte vi også et akademisk seminar i regi av Økonomisk institutt ved Universitetet i Oslo. Formålet med seminaret var å samle en gruppe forskere innen finans-, makro-, miljø- og ressursøkonomi og andre relevante områder for å undersøke potensiell innvirkning av klimaendringer på finansmarkedene og porteføljeforvaltning.

Eierskap
Vi stemte ved 1 656 generalforsamlinger i kvartalet. I løpet av kvartalet vurderte og stemte vi på 257 aksjonærforslag.

Norges Bank Investment Management offentliggjør stemmeintensjoner i forkant av generalforsamlinger for utvalgte selskaper. Vi publiserte tre stemmeintensjoner i løpet av kvartalet. Vi forhåndsvarslet vår støtte til det tyske eiendomsselskapet Vonovias oppkjøp av Deutsche Wohnen. I tillegg forhåndsvarslet vi vår støtte til godkjennelsen av sammenslåingen mellom BG Group og Royal Dutch Shell.

Som et ledd i arbeidet med å gjøre selskapene kjent med våre forventninger sendte vi brev til de 500 største selskapene vi er investert i. I brevene informerte vi om våre forventninger til selskapene innen områdene vann, klima, barn

og menneskerettigheter. Vi delte også våre publiserte retningslinjer for stemmegivning.

Vi deltok på Corporate Governance Forum i Stockholm der vi diskuterte ansvarlig forvaltning og god selskapsstyring. I juni 2015 publiserte vi et posisjonsnotat om individuelle styrevalg. Sverige er et av få markeder der dette ikke er vanlig praksis. Vi har derfor særskilt fokusert på dialog med svenske selskaper og investorer om dette temaet. Flere svenske selskaper har i løpet av kvartalet innført eller signalisert intensjon om å innføre individuell stemmegivning i svenske styrevalg.

Risikohåndtering
Smith School of Enterprise and Environment ved Universitetet i Oxford publiserte i løpet av kvartalet en rapport om miljørisiko i verdikjeden til termisk kull, på oppdrag fra fondet. Rapporten er en del av vårt arbeid med å analysere forskjellige aspekter ved klimarisiko i porteføljen. Rapporten inkluderer en framoverskuende analyse av en rekke mulige miljørisikoer som kullselskaper kan møte.

Observasjon og utelukkelse
De nye kriteriene for observasjon og utelukkelse fra Finansdepartementet, der de nye kullrelaterte kriteriene er inkludert, ble innført 1. februar 2016. Vi begynte å se på dette i 2015 og jobbet i første kvartal videre med operasjonalisering av de nye kriteriene. Prosessen innebærer at vi identifiserer relevante selskaper og søker å få bekreftet aktuelle tall og relevant informasjon.

RISIKOSTYRING
Sammensetningen av investeringene og svingninger i aksjekurser, valutakurser, rentenivåer, eiendomsverdier og kredittrisikopåslag bestemmer fondets markedsrisiko. Det finnes ingen enkeltmål eller analyse som fullt ut kan beskrive fondets markedsrisiko. Derfor bruker vi 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 aksje- og renteinvesteringer normalt kan forventes å svinge. Ved utgangen av første kvartal var fondets forventede absolutte volatilitet på 10,7 prosent, eller om lag 750 milliarder kroner, mot 10,4 prosent ved inngangen til kvartalet. Økningen var hovedsakelig drevet av noe høyere volatilitet i aksjeporteføljen.

Finansdepartementet og Norges Banks hovedstyre har fastsatt grenser for hvor store avvik fra referanseindeksen fondet kan ha i forvaltningen av aksje- og renteinvesteringene. 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 referanseindekser. Forvaltningen skal legges opp med sikte på at den forventede relative volatiliteten ikke skal overstige 1,25 prosentpoeng. Denne grensen ble økt fra 1 prosentpoeng 1. februar 2016. Ved utgangen av kvartalet var den forventede relative volatiliteten på 0,29 prosentpoeng. Dette var på linje med hva den var ved inngangen til kvartalet.

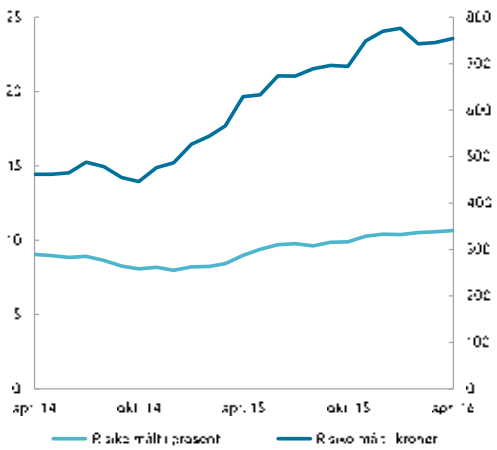
Hovedstyret i Norges Bank har satt en grense for forventet ekstremavviksrisiko mellom avkastningen av aksje- og renteinvesteringene og tilhørende referanseindeks fra og med 1. mars 2016. Forvaltningen skal legges opp slik at negativ relativ avkastning i ekstreme situasjoner ikke forventes å overstige 3,75 prosentpoeng. Ved utgangen av første kvartal var den på 0,92 prosentpoeng, sammenliknet med 0,95 prosentpoeng 31. desember 2015.

Operasjonell risikostyring

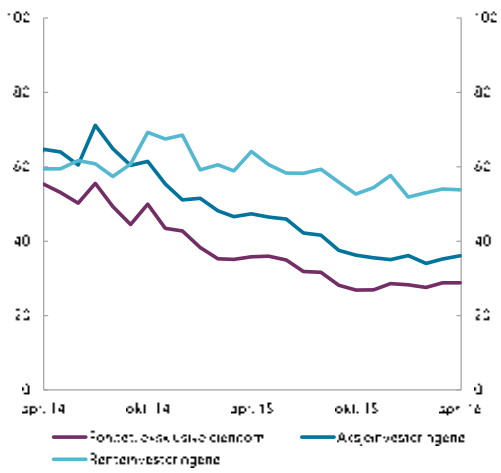
Norges Banks hovedstyre fastsetter rammene for operasjonell risikostyring og internkontroll i Norges Bank Investment Management. Hovedstyret har bestemt at det i løpet av en tolv måneders periode skal være mindre enn 20 prosent sannsynlighet for at operasjonelle risikofaktorer vil føre til 750 millioner 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

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



Figur 9 Forventet relativ volatilitet for fondet, eksklusive eiendom. Basispunkter



beregnede operasjonelle risikoeksponering. I første kvartal var den estimerte operasjonelle risikoeksponeringen innenfor styrets risikotoleranse. I kvartalet ble det registrert 82 uønskede operasjonelle hendelser. Samlet sett ga hendelsene en finansiell effekt på rundt 3,6 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.

Tabell 9 Risiko og eksponering for fondet. Prosent

	Grenser fastsatt av Finansdepartementet	31.03.2016
Eksponering	Aksjer 50–70 prosent av fondet[1]	59,5
	Eiendom 0–5 prosent av fondet	3,1
Markedsrisiko	1,25 prosentpoeng forventet relativ volatilitet for fondets aksje- og renteinvesteringer	0,3
Kredittrisiko	Inntil 5 prosent av renteinvesteringene kan ha lavere kredittvurdering enn kategori BBB-	1,7
Eierandel	Maksimalt 10 prosent av stemmeberettigede aksjer i et børsnotert selskap i aksjeporteføljen	9,4

[1] Eksponering mot aksjer er beregnet der derivater er avbildet med den underliggende økonomiske eksponeringen mot aksjer.

Nøkkeltall

Tabell 10 Kvartalsvis avkastning per 31. mars 2016

	1. kv. 2016	4. kv. 2015	3. kv. 2015	2. kv. 2015	1. kv. 2015
Avkastning målt i fondets valutakurv					
Aksjeinvesteringenes avkastning (prosent)	-2,90	5,83	-8,56	-0,23	7,53
Renteinvesteringenes avkastning (prosent)	3,32	0,07	0,90	-2,22	1,63
Eiendomsinvesteringenes avkastning (prosent)	-1,29	1,61	2,97	1,96	3,10
Fondets avkastning (prosent)	-0,63	3,55	-4,93	-0,87	5,28
Aksje- og renteinvesteringenes avkastning (prosent)	-0,61	3,61	-5,15	-0,95	5,33
Avkastningen på referanseindeksene for aksjer og obligasjoner (prosent)	-0,43	3,50	-4,93	-1,33	5,13
Aksje- og renteinvesteringenes relative avkastning (prosentpoeng)	-0,18	0,11	-0,22	0,38	0,19
Aksjeinvesteringenes relative avkastning (prosentpoeng)	-0,21	0,12	-0,07	0,40	0,39
Renteinvesteringenes relative avkastning (prosentpoeng)	-0,21	0,17	-0,64	0,34	-0,14
Forvaltningsgodtgjøring (prosentpoeng)	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01
Fondets avkastning etter forvaltningskostnader (prosent)	-0,64	3,54	-4,95	-0,89	5,26
Avkastning målt i norske kroner (prosent)					
Aksjeinvesteringenes avkastning	-7,14	8,65	-2,29	-1,17	11,29
Renteinvesteringenes avkastning	-1,19	2,73	7,82	-3,14	5,17
Eiendomsinvesteringenes avkastning	-5,60	4,32	10,03	1,00	6,70
Fondets avkastning	-4,97	6,31	1,59	-1,81	8,95

Tabell 11 Historiske nøkkeltall per 31. mars 2016. 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)	**5,52**	**5,04**	**6,64**	**6,49**	**-3,03**
Aksje- og renteinvesteringenes avkastning (prosent)	5,51	5,03	6,60	6,40	-3,26
Avkastningen på referanseindeksene for aksjer og obligasjoner (prosent)	5,26	5,01	6,56	6,37	-3,32
Aksje- og renteinvesteringenes relative avkastning (prosentpoeng)	0,25	0,02	0,04	0,03	0,07
Årlig prisvekst (prosent)	1,75	1,79	1,32	0,83	0,50
Årlige forvaltningskostnader (prosent)	0,09	0,08	0,06	0,06	0,05
Årlig netto realavkastning (prosent)	3,62	3,12	5,19	5,56	-3,56
Standardavvik (prosent)	7,60	8,90	7,34	7,12	9,23
Faktisk relativ volatilitet på fondets aksje- og renteinvesteringer (prosentpoeng)	0,72	0,90	0,39	0,40	0,39
Informasjonsrate (IR)[1] på aksje- og renteinvesteringene	0,37	0,08	0,13	0,10	0,21

[1] IR er et mål på risikojustert avkastning. IR beregnes som forholdstallet mellom fondets gjennomsnittlige månedlige relative avkastning og fondets faktiske relative volatilitet. IR viser den relative avkastningen per risikoenhet.

Tabell 12 Nøkkeltall per 31. mars 2016

	1. kv. 2016	4. kv. 2015	3. kv. 2015	2. kv. 2015	1. kv. 2015
Markedsverdi (mrd. kroner)[1]					
Aksjeinvesteringenes markedsverdi	4 234	4 572	4 191	4 330	4 380
Renteinvesteringenes markedsverdi	2 622	2 668	2 620	2 382	2 474
Eiendomsinvesteringenes markedsverdi	223	235	208	186	158
Fondets markedsverdi	7 079	7 475	7 019	6 897	7 012
Tilførsel/uttak [1]	-25	13	12	12	5
Fondets avkastning	-85	279	-273	-73	401
Endring som følge av svingninger i kronekursen	-286	164	382	-53	175
Endring i markedsverdien	-396	456	121	-115	581
Kostnader i forvaltningen (prosent)					
Beregnede innfasingskostnader[2]	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Forvaltningskostnader	0,04	0,06	0,05	0,05	0,06
Verdiutvikling f.o.m. første tilførsel i 1996 (mrd. kroner)					
Samlet brutto tilførsel	3 475	3 499	3 485	3 472	3 459
Samlet forvaltningsgodtgjøring[3]	32	31	30	29	28
Samlet tilførsel etter forvaltningsgodtgjøring	3 443	3 468	3 455	3 443	3 431
Samlet avkastning	2 591	2 676	2 397	2 670	2 743
Endring som følge av svingninger i kronekursen	1 045	1 331	1 167	785	838
Fondets markedsverdi	7 079	7 475	7 019	6 897	7 012
Samlet avkastning etter forvaltningskostnader	2 559	2 645	2 367	2 641	2 716

[1] Fondets markedsverdi presenteres i tabellen før påløpt forvaltningsgodtgjøring. Markedsverdien vil derfor avvike noe fra *Balanse* og *Oppstilling av endringer i eiers kapital* i regnskapsrapporteringen. Tilførslene/uttak i denne tabellen avviker noe fra regnskapet på grunn av ulik behandling av oppgjør av forvaltningsgodtgjøring (jf. *Kontantstrømoppstilling* og *Oppstilling av endringer i eiers kapital*) og uoppgjort tilførsel (jf. *Kontantstrømoppstilling*).

[2] Beregnede kostnader ved tilførsel av nye midler til fondet. Kostnader ved strategiske endringer i fondet er ikke inkludert. Kostnader som følge av vanlig indeksvedlikehold, f.eks. som følge av at selskaper, utstedere og obligasjoner går inn og ut av referanseindeksen og tilbakevekting av indeksene, er heller ikke tatt med.

[3] 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.

Tabell 13 Akkumulert avkastning siden første tilførsel i 1996. Milliarder kroner

	1. kv. 2016	4. kv. 2015[1]	3. kv. 2015	2. kv. 2015	1. kv. 2015
Aksjeinvesteringenes avkastning	1 620	1 786	1 529	1 875	1 894
Renteinvesteringenes avkastning	939	859	840	772	830
Eiendomsinvesteringenes avkastning	31	31	28	22	19
Fondets avkastning	2 591	2 676	2 397	2 670	2 743

[1] Fordelingen på avkastning mellom aksjeinvesteringene og renteinvesteringene er korrigert i forhold til tidligere rapporterte tall.

Regnskaps-rapportering

Regnskapsrapporteringen for Statens pensjonsfond utland er presentert på de følgende sidene.

REGNSKAP

Resultatregnskap 24
Balanse 25
Kontantstrømoppstilling 26
Oppstilling av endringer i eiers kapital 27

NOTER TIL REGNSKAPSRAPPORTERING

Note 1 Generell informasjon 28
Note 2 Regnskapsprinsipper 29
Note 3 Avkastning per aktivaklasse 30
Note 4 Inntekt/kostnad fra Aksjer og andeler, Obligasjoner og Finansielle derivater 31
Note 5 Beholdninger av Aksjer og andeler, Obligasjoner og Finansielle derivater 32
Note 6 Unotert eiendom 33
Note 7 Måling til virkelig verdi 36
Note 8 Risiko 40
Note 9 Forvaltningskostnader 46

REVISOR

Revisors uttalelse 48

Resultatregnskap

Beløp i millioner kroner	Note	1. kvartal 2016	1. kvartal 2015	2015
Resultat fra porteføljen før gevinst/tap valuta				
Inntekt/kostnad fra:				
- Aksjer og andeler	4	-166 825	349 014	284 414
- Obligasjoner	4	84 478	51 720	36 160
- Unotert eiendom	6	854	3 000	14 537
- Finansielle derivater	4	-3 782	-2 820	-1 984
- Utlån med sikkerhetsstillelse		915	689	3 266
- Innlån med sikkerhetsstillelse		18	-2	50
Skattekostnad		-928	-661	-2 628
Renteinntekter/kostnader		-11	-14	-18
Andre kostnader		-11	-	-18
Porteføljeresultat før gevinst/tap valuta		**-85 292**	**400 926**	**333 779**
Gevinst/tap valuta		-286 146	174 926	668 138
Porteføljeresultat		**-371 438**	**575 852**	**1 001 917**
Forvaltningsgodtgjøring	9	-752	-932	-3 933
Periodens resultat og totalresultat		**-372 190**	**574 920**	**997 984**

Balanse

Beløp i millioner kroner	Note	31.03.2016	31.12.2015
EIENDELER			
Innskudd i banker		7 128	2 543
Utlån med sikkerhetsstillelse		124 007	123 385
Avgitt kontantsikkerhet		5 087	2 231
Uoppgjorte handler		42 868	18 404
Aksjer og andeler	5	3 892 652	4 287 606
Utlånte aksjer	5	375 883	312 662
Obligasjoner	5	2 454 941	2 476 729
Utlånte obligasjoner	5	219 807	241 518
Unotert eiendom	6	169 840	180 021
Finansielle derivater	5	7 040	8 829
Andre eiendeler		5 605	2 265
SUM EIENDELER	7,8	**7 304 858**	**7 656 193**
GJELD OG EIERS KAPITAL			
Gjeld			
Innlån med sikkerhetsstillelse		157 089	149 735
Mottatt kontantsikkerhet		383	2 570
Uoppgjorte handler		59 322	22 438
Finansielle derivater	5	8 446	5 266
Annen gjeld		635	1 031
Skyldig forvaltningsgodtgjøring	9	752	3 933
Sum gjeld		**226 627**	**184 973**
Eiers kapital		7 078 231	7 471 220
SUM GJELD OG EIERS KAPITAL	7,8	**7 304 858**	**7 656 193**

Kontantstrømoppstilling

Beløp i millioner kroner, innbetaling (+) / utbetaling (-)	Hittil i år 31.03.2016	Hittil i år 31.03.2015	2015
Operasjonelle aktiviteter			
Innbetaling av utbytte fra aksjer og andeler	22 589	20 808	108 904
Innbetaling av renter fra obligasjoner	18 666	18 597	75 283
Innbetaling av renter og utbytte fra unotert eiendom	706	625	3 532
Netto innbetaling av renter og honorar fra utlån og innlån med sikkerhetsstillelse	756	526	3 324
Innbetalinger av renter, utbytte og honorar fra beholdninger i aksjer og andeler, obligasjoner og unotert eiendom	*42 717*	*40 556*	*191 043*
Netto innbetaling/utbetaling ved kjøp og salg av aksjer og andeler	-19 267	-31 828	-89 916
Netto innbetaling/utbetaling ved kjøp og salg av obligasjoner	10 230	-30 130	-140 103
Netto innbetaling/utbetaling ved kjøp og salg av unotert eiendom	-159	-6 322	-44 946
Netto innbetaling/utbetaling fra finansielle derivater	-884	-866	-3 165
Netto innbetaling/utbetaling av kontantsikkerhet ved derivattransaksjoner	-4 394	-2 474	730
Netto innbetaling/utbetaling av renter på innskudd i banker og kassekreditt hos banker	-8	145	-6
Netto innbetaling/utbetaling ved utlån og innlån med sikkerhetsstillelse	7 325	15 554	33 708
Netto innbetaling/utbetaling av skatt	-779	53	-1 499
Netto innbetaling/utbetaling knyttet til andre kostnader, andre eiendeler og annen gjeld	-4 051	7 341	1 309
Utbetaling forvaltningshonorar til Norges Bank*	-3 933	-3 202	-3 202
Netto innbetaling/utbetaling fra operasjonelle aktiviteter	**26 797**	**-11 174**	**-56 047**
Finansieringsaktiviteter			
Tilførsel fra den norske stat**	-	9 069	45 836
Uttak fra den norske stat**	-20 552	-	-
Netto innbetaling/utbetaling fra finansieringsaktiviteter	**-20 552**	**9 069**	**45 836**
Netto endring i kontanter			
Innskudd i banker per 1. januar	2 543	11 731	11 731
Netto innbetaling/utbetaling av kontanter i perioden	6 245	-2 105	-10 211
Netto gevinst/tap valuta på kontanter	-1 660	-163	1 023
Innskudd i banker per periodens slutt	**7 128**	**9 463**	**2 543**

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

** 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. januar 2015	3 448 941	2 978 596	6 427 537
Totalresultat	-	574 920	574 920
Netto tilførsel/uttak i perioden*	8 700	-	8 700
31. mars 2015	**3 457 641**	**3 553 516**	**7 011 157**
1. april 2015	3 457 641	3 553 516	7 011 157
Totalresultat	-	423 064	423 064
Netto tilførsel/uttak i perioden*	37 000	-	37 000
31. desember 2015	**3 494 640**	**3 976 580**	**7 471 220**
1. januar 2016	3 494 640	3 976 580	7 471 220
Totalresultat	-	-372 190	-372 190
Netto tilførsel/uttak i perioden*	-20 800	-	-20 800
31. mars 2016	**3 473 840**	**3 604 390**	**7 078 231**

* 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. I første kvartal 2015 ble 8,7 milliarder kroner tilført kronekontoen. Av dette ble 3,2 milliarder kroner benyttet til å betale skylding forvaltningsgodtgjøring for 2014.

Norges Banks hovedstyre
Oslo, 27. april 2016

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 regnskaps-rapportering

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 petroleums-inntekter. 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 fonds-midlene til forvaltning i SPU som et krone-innskudd på en særskilt konto i Norges Bank (*kronekontoen*). Banken skal i eget navn videre-plassere kronekontoen i en investerings-portefølje 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 kunne 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 2016, som kun omfatter regnskaps-rapporteringen for SPU, ble godkjent av hovedstyret 27. april 2016.

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 årsregnskapet 2015. Regnskapsprinsipper fremgår av årsrapport 2015, 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 2016. Det er heller ikke utstedt endelige standarder med forventet EU godkjennelse etter 2016 som forventes å ha vesentlig påvirkning på regnskapsrapporteringen for SPU.

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. Estimatene 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 2015.

Note 3 Avkastning per aktivaklasse

Tabell 3.1 Avkastning per aktivaklasse

	1. kvartal 2016	4. kvartal 2015*	3. kvartal 2015	2. kvartal 2015	1. kvartal 2015	Hittil i år 31.03.2016
Avkastning målt i fondets valutakurv						
Aksjeinvesteringenes avkastning (prosent)	-2,90	5,83	-8,56	-0,23	7,53	-2,90
Renteinvesteringenes avkastning (prosent)	3,32	0,07	0,90	-2,22	1,63	3,32
Eiendomsinvesteringenes avkastning (prosent)	-1,29	1,61	2,97	1,96	3,10	-1,29
Fondets avkastning (prosent)	-0,63	3,55	-4,93	-0,87	5,28	-0,63
Aksje- og renteinvesteringenes avkastning (prosent)	-0,61	3,61	-5,15	-0,95	5,33	-0,61
Avkastning på referanseindeksene for aksjer og renteinvesteringer (prosent)	-0,43	3,50	-4,93	-1,33	5,13	-0,43
Aksje- og renteinvesteringenes relative avkastning (prosentpoeng)	-0,18	0,11	-0,22	0,38	0,19	-0,18
Aksjeinvesteringenes relative avkastning (prosentpoeng)	-0,21	0,12	-0,07	0,40	0,39	-0,21
Renteinvesteringenes relative avkastning (prosentpoeng)	-0,21	0,17	-0,64	0,34	-0,14	-0,21
Avkastning målt i norske kroner (prosent)						
Aksjeinvesteringenes avkastning	-7,14	8,65	-2,29	-1,17	11,29	-7,14
Renteinvesteringenes avkastning	-1,19	2,73	7,82	-3,14	5,17	-1,19
Eiendomsinvesteringenes avkastning	-5,60	4,32	10,03	1,00	6,70	-5,60
Fondets avkastning	-4,97	6,31	1,59	-1,81	8,95	-4,97
Aksje- og renteinvesteringenes avkastning	-4,95	6,37	1,35	-1,89	9,00	-4,95

* *Aksjeinvesteringenes avkastning (prosent)*, *Fondets avkastning (prosent)* og *Avkastning på referanseindeksene for aksjer og renteinvesteringer (prosent)* målt i fondets valutakurv har blitt korrigert med 0,001 prosentpoeng negativt for fjerde kvartal 2015. Dette skyldes bruk av en feil kurs på Thai baht i desember 2015 for å måle avkastning til fondets valuatakurv. Denne korrigeringen har ingen innvirkning på SPU's resultatregnskap eller balanse i 2015.

For nærmere informasjon om beregnings-metode i avkastningsmålingen, se note 3 *Avkastning per aktivaklasse* i årsrapport 2015.

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 2016	1. kvartal 2015	2015
Utbytte	27 367	24 237	107 383
Realisert gevinst/tap	8 913	38 090	132 240
Urealisert gevinst/tap	-203 105	286 687	44 791
Inntekt/kostnad fra aksjer og andeler før gevinst/tap valuta	-166 825	349 014	284 414

Tabell 4.2 Spesifisering Inntekt/kostnad fra obligasjoner

Beløp i millioner kroner	1. kvartal 2016	1. kvartal 2015	2015
Renter	16 998	19 579	78 243
Realisert gevinst/tap	6 755	11 876	21 098
Urealisert gevinst/tap	60 725	20 265	-63 181
Inntekt/kostnad fra obligasjoner før gevinst/tap valuta	84 478	51 720	36 160

Tabell 4.3 Spesifisering Inntekt/kostnad fra finansielle derivater

Beløp i millioner kroner	1. kvartal 2016	1. kvartal 2015	2015
Utbytte	2	-	21
Renter	-19	-312	-869
Realisert gevinst/tap	-1 063	-1 875	-2 422
Urealisert gevinst/tap	-2 702	-633	1 286
Inntekt/kostnad fra finansielle derivater før gevinst/tap valuta	-3 782	-2 820	-1 984

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

Tabell 5.1 Aksjer og andeler

Beløp i millioner kroner	31.03.2016 Virkelig verdi inkl. utbytte	31.03.2016 Opptjent utbytte	31.12.2015 Virkelig verdi inkl. utbytte	31.12.2015 Opptjent utbytte
Aksjer og andeler	4 268 535	10 268	4 600 268	5 491
Sum aksjer og andeler	4 268 535	10 268	4 600 268	5 491
Herav utlånte aksjer	*375 883*		*312 662*	

Tabell 5.2 Obligasjoner

Beløp i millioner kroner	31.03.2016 Nominell verdi	31.03.2016 Virkelig verdi inkl. opptjente renter	31.03.2016 Opp-tjente renter	31.12.2015 Nominell verdi	31.12.2015 Virkelig verdi inkl. opptjente renter	31.12.2015 Opp-tjente renter
Statsobligasjoner	1 352 914	1 479 779	11 635	1 326 895	1 493 128	11 803
Statsrelaterte obligasjoner	349 761	373 317	3 326	367 675	386 829	3 274
Realrente obligasjoner	107 302	114 659	381	103 152	120 275	522
Selskapsobligasjoner	525 703	546 951	5 446	539 778	547 882	6 134
Pantesikrede obligasjoner	159 656	160 042	1 566	161 252	170 133	2 289
Sum obligasjoner	2 495 336	2 674 748	22 354	2 498 752	2 718 247	24 022
Herav utlånte obligasjoner		*219 807*			*241 518*	

Tabell 5.3 Finansielle derivater

Beløp i millioner kroner	31.03.2016 Pålydende verdi	31.03.2016 Virkelig verdi Eiendel	31.03.2016 Virkelig verdi Gjeld	31.12.2015 Pålydende verdi	31.12.2015 Virkelig verdi Eiendel	31.12.2015 Virkelig verdi Gjeld
Valutaderivater	256 813	3 275	2 436	351 186	4 352	1 521
Rentederivater	32 420	59	6 010	37 123	553	3 745
Aksjederivater	5 733	3 706	-	4 846	3 924	-
Sum finansielle derivater	294 966	7 040	8 446	393 155	8 829	5 266

Note 6 Unotert eiendom

Investeringer i unotert eiendom utføres gjennom datterselskaper av Norges Bank, utelukkende etablert som en del av forvaltningen av SPU. Disse datterselskapene måles til virkelig verdi over resultatet og presenteres i balansen som *Unotert eiendom*. Endringer i virkelig verdi resultatføres og presenteres som *Inntekt/kostnad fra unotert eiendom*. For ytterligere informasjon angående måling av virkelig verdi av de unoterte eiendomsinvesteringene, se note 7 *Måling til virkelig verdi*.

Tabell 6.1 spesifiserer linjen *Inntekt/kostnad fra unotert eiendom* i resultatregnskapet, før gevinst/tap valuta. Tabell 6.2 viser endringer i perioden for balanselinjen *Unotert eiendom*.

Tabell 6.1 Inntekt/kostnad fra unotert eiendom

Beløp i millioner kroner	1. kvartal 2016	1. kvartal 2015	2015
Utbytte	533	322	1 931
Renteinntekter	173	303	1 601
Urealisert gevinst/tap	148	2 375	11 005
Inntekt/kostnad fra unotert eiendom før gevinst/tap valuta	**854**	**3 000**	**14 537**

Tabell 6.2 Balanseendringer unotert eiendom

Beløp i millioner kroner	31.03.2016	31.12.2015
Unotert eiendom, inngående balanse for perioden	**180 021**	**106 431**
Tilgang	159	44 946
Urealisert gevinst/tap	148	11 005
Valutaeffekt ved omregning til norske kroner	-10 488	17 639
Unotert eiendom, utgående balanse for perioden	**169 840**	**180 021**

UNDERLIGGENDE EIENDOMSSELSKAPER

Datterselskapene har investeringer i andre ikke-konsoliderte unoterte selskaper. Disse selskapene har videre investert i eiendom, primært bygninger. Virkelig verdi av *Unotert eiendom* anses å være summen av alle underliggende eiendeler og forpliktelser målt til virkelig verdi, justert for SPUs eierandel.

Tabell 6.3 gir en spesifikasjon av SPUs andel av inntekter og kostnader generert i de underliggende eiendomsselskapene. Inntekter generert gjennom leieinntekter, med fradrag for kostnader, kan distribueres til SPU i form av renter og utbytte som angitt i tabell 6.1.

Urealisert gevinst/tap presentert i tabell 6.1 inkluderer overskudd som ikke er utdelt, og vil derfor ikke tilsvare virkelig verdiendringer i tabell 6.3, som kun omfatter virkelig verdiendringer av eiendommer og gjeld.

Tabell 6.3 Inntekt fra underliggende eiendomsselskaper

Beløp i millioner kroner	1. kvartal 2016	1. kvartal 2015	2015
Netto leieinntekter*	1 922	1 442	6 921
Realisert gevinst/tap	21	-	320
Virkelig verdiendringer – bygninger	-151	2 037	9 265
Virkelig verdiendringer – gjeld	-332	-145	435
Transaksjonskostnader	-18	-44	-320
Rentekostnader ekstern gjeld	-172	-139	-666
Betalbar skatt	-28	-14	-100
Endring utsatt skatt	-84	-47	-452
Faste honorarer til eiendomsforvaltere**	-102	-55	-308
Variable honorarer til eiendomsforvaltere**	-149	10	-343
Driftskostnader innenfor rammen fra Finansdepartementet***	-20	-21	-86
Andre driftskostnader	-33	-24	-129
Netto inntekt underliggende eiendomsselskaper	**854**	**3 000**	**14 537**

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

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

*** Se tabell 9.2 for spesifikasjon av driftskostnader som måles mot rammen for forvaltningsgodtgjøring fra Finansdepartementet.

Tabell 6.4 gir en spesifikasjon av SPUs andel av eiendeler og forpliktelser som inngår i de underliggende eiendomsselskapene.

Tabell 6.4 Eiendeler og forpliktelser underliggende eiendomsselskaper

Beløp i millioner kroner	31.03.2016	31.12.2015
Innskudd i banker	2 690	2 491
Bygninger	185 755	197 549
Ekstern gjeld	-16 028	-17 432
Betalbar skatt	-185	-215
Netto utsatt skatt	-1 107	-1 048
Netto andre eiendeler og forpliktelser	-1 285	-1 324
Sum eiendeler og forpliktelser underliggende eiendomsselskaper	**169 840**	**180 021**

I tillegg til direkte eiendomsinvesteringer presentert på regnskapslinjen *Unotert eiendom*, inngår børsnoterte eiendomsinvesteringer i aktivaklassen eiendom. Børsnoterte eiendomsinvesteringer er presentert på balanselinjen *Aksjer og andeler*, og utgjør 51 334 millioner kroner ved kvartalsslutt sammenlignet med 54 134 millioner kroner ved årsslutt 2015.

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 2015.

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	
	31.03.2016	31.12.2015	31.03.2016	31.12.2015	31.03.2016	31.12.2015	31.03.2016	31.12.2015
Aksjer og andeler	4 241 910	4 564 401	23 768	32 260	2 857	3 607	4 268 535	4 600 268
Statsobligasjoner	1 401 981	1 380 928	77 798	112 200	-	-	1 479 779	1 493 128
Statsrelaterte obligasjoner	327 073	331 310	45 277	54 477	967	1 042	373 317	386 829
Realrenteobligasjoner	102 872	108 484	11 787	11 791	-	-	114 659	120 275
Selskapsobligasjoner	512 628	512 577	34 074	34 824	249	481	546 951	547 882
Pantesikrede obligasjoner	152 272	160 797	6 808	8 128	962	1 208	160 042	170 133
Sum obligasjoner	2 496 825	2 494 096	175 745	221 420	2 178	2 731	2 674 748	2 718 247
Finansielle derivater (eiendeler)	412	359	6 628	8 470	-	-	7 040	8 829
Finansielle derivater (gjeld)	-	-	-8 446	-5 266	-	-	-8 446	-5 266
Sum finansielle derivater	412	359	-1 818	3 204	-	-	-1 406	3 563
Unotert eiendom	-	-	-	-	169 840	180 021	169 840	180 021
Annet*	-	-	-32 734	-26 946	-	-	-32 734	-26 946
Totalt	6 739 147	7 058 856	164 961	229 938	174 875	186 359	7 078 983	7 475 153
Totalt (prosent)	95,2	94,4	2,3	3,1	2,5	2,5	100,0	100,0

* *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 2016 er i hovedsak uendret sammenlignet med utgangen av 2015. Majoriteten av den totale porteføljen er forbundet med lav verdsettelsesusikkerhet. Ved utgangen av første kvartal var 97,5 prosent klassifisert som nivå 1 eller 2 som er uendret i forhold til årsslutt 2015. 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 (99,4 prosent) priset ut i fra offisielle sluttkurser på børs og klassifisert som nivå 1. Et fåtall aksjer og andeler (0,5 prosent) er klassifisert som nivå 2. Herunder klassifiseres aksjer som nylig er suspendert fra handel eller illikvide aksjer som ikke handles hver dag. Enkelte beholdninger (0,1 prosent), som ikke er børsnotert eller som har vært suspendert fra handel over lengre tid, 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 av 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 eiendoms-investeringer er målt til verdien fastsatt av eksterne verdsettere, med unntak av nye innkjøpte eiendommer hvor kostpris eksklusive transaksjonskostnader er ansett som det beste anslaget på virkelig verdi.

3. BEVEGELSER MELLOM NIVÅER I HIERARKIET

Reklassifisering mellom nivå 1 og nivå 2.
Den relative andelen av aksjer klassifisert som nivå 1 økte med 0,16 prosent i kvartalet. Dette skyldes i hovedsak en enkeltaksje hvor prisen var direkte observerbar ved utgangen av første kvartal.

Innen obligasjoner, ble en gruppe selskaps-obligasjoner utstedt i dollar reklassifisert fra nivå 2 til nivå 1 ettersom de hadde observerbare markedskurser ved kvartalsslutt. I tillegg forfalt noen obligasjoner som var klassifisert som nivå 2 ved årsslutt. Tilsammen utgjør disse faktorene nedgangen i nivå 2.

Tabell 7.2 Endringer i nivå 3 beholdninger

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	31.03.2016
Aksjer og andeler	3 607	94	-173	-	-225	915	-1 165	-196	2 857
Obligasjoner	2 731	-	-128	-	-183	-	-93	-149	2 178
Unotert eiendom	180 021	159	-	-	148	-	-	-10 488	169 840
Totalt	**186 359**	**253**	**-301**	**-**	**-260**	**915**	**-1 258**	**-10 833**	**174 875**

Beløp i millioner kroner	01.01.2015	Kjøp	Salg	Forfalte og innbetalte	Netto gevinst/tap	Overført til nivå 3	Overført fra nivå 3	Gevinst/ tap valuta	31.03.2015
Aksjer og andeler	1 983	418	-298	16	-397	3 021	-1 231	95	3 607
Obligasjoner	25 269	2 859	-971	-243	-1 003	418	-24 188	589	2 731
Unotert eiendom	106 431	44 946	-	-	11 005	-	-	17 639	180 021
Totalt	**133 683**	**48 223**	**-1 269**	**-227**	**9 605**	**3 439**	**-25 419**	**18 323**	**186 359**

Det har vært en marginal nedgang i andelen aksjer og obligasjoner klassifisert som nivå 3 i første kvartal. For førstnevnte, skyldes nedgangen enkeltselskaper i Kina. Disse var suspendert fra handel ved årsslutt, men handel ble gjenopptatt i løpet av første kvartal og de ble følgelig reklassifisert til nivå 1. For obligasjoner, ble enkelte papirer reklassifisert til nivå 2 da verdsettelse fant sted på sammenlignbare obligasjoner, som igjen hadde observerbare markedskurser. Videre var det en nedgang for både aksjer og obligasjoner i nivå 3 på grunn av lavere pris og sterkere kronekurs.

4. SENSITIVITETSANALYSE FOR NIVÅ 3 BEHOLDNINGER

Tabell 7.3 Ytterligere spesifisering nivå 3 og sensitiviteter

		Sensitiviteter 31.03.2016			Sensitiviteter 31.12.2015	
Beløp i millioner kroner	**Spesifisering av nivå 3 per 31.03.2016**	**Ufordel-aktige endringer**	**Fordel-aktige endringer**	**Spesifisering av nivå 3 per 31.12.2015**	**Ufordel-aktige endringer**	**Fordel-aktige endringer**
Aksjer og andeler	2 857	-971	943	3 607	-1 227	1 190
Statsrelaterte obligasjoner	967	-97	97	1 042	-104	104
Selskapsobligasjoner	249	-25	25	481	-78	78
Pantesikrede obligasjoner	962	-96	96	1 208	-121	121
Sum obligasjoner	2 178	-218	218	2 731	-304	304
Unotert eiendom	169 840	-7 508	8 288	180 021	-7 801	8 637
Totalt	174 875	-8 697	9 449	186 359	-9 332	10 131

Det er usikkerhet rundt virkelig verdi av beholdninger klassifisert som nivå 3. Dette illustreres ved en sensitivitetsanalyse presentert i tabell 7.3.

Eiendomsverdiene er spesielt sensitive til endringer i avkastningskrav og forutsetninger som påvirker fremtidige inntekter. Under et ufordelaktig scenario er det beregnet at en endring i avkastningskrav på +0,2 prosentpoeng, og en reduksjon i fremtidige leieinntekter på -2 prosent vil redusere eiendomsporteføljens verdi med om lag 4,4 prosent eller 7 508 millioner kroner. Under et fordelaktig scenario vil en tilsvarende endring i avkastningskrav på -0,2 prosentpoeng og en økning i fremtidige leieinntekter på 2 prosent øke eiendomsporteføljens verdi med 4,9 prosent eller 8 288 millioner kroner. Sensitiviteter i prosent i første kvartal 2016 er på samme nivå som ved årsslutt 2015.

Sensitivitet i absolutte tall for aksje- og obligasjonsporteføljen har gått ned i takt med at beholdningene klassifisert som nivå 3 er redusert. Sensitivitet i virkelig verdi for obligasjoner er noe lavere enn for aksjer, spesielt for papirer med kortere løpetid.

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 måler markedsrisiko både absolutt og relativt til referanseindekser for plasseringer i 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*			Markedsverdi i prosent per aktivaklasse		Eiendeler minus gjeld før forvaltnings-godtgjøring	
Aktivaklasse	**Marked**	**31.03.2016**	**Marked**	**31.12.2015**	**31.03.2016**	**31.12.2015**	**31.03.2016**	**31.12.2015**
Aksjer	**Utviklet**	**90,5**	**Utviklet**	**91,0**				
	USA	36,1	USA	35,5				
	Storbritannia	10,7	Storbritannia	11,3				
	Japan	8,7	Japan	9,3				
	Tyskland	5,6	Tyskland	5,7				
	Sveits	5,3	Sveits	5,5				
	Sum andre	24,1	Sum andre	23,7				
	Fremvoksende	**9,5**	**Fremvoksende**	**9,0**				
	Kina	2,8	Kina	2,9				
	Taiwan	1,5	Taiwan	1,4				
	India	1,0	India	1,1				
	Brasil	0,6	Sør-Afrika	0,5				
	Sør-Afrika	0,6	Brasil	0,5				
	Sum andre	3,0	Sum andre	2,6				
Sum aksjer					**59,81**	**61,16**	**4 233 940**	**4 571 807**
Obligasjoner	**Utviklet**	**87,3**	**Utviklet**	**87,6**				
	Amerikanske dollar	41,3	Amerikanske dollar	42,0				
	Euro	25,8	Euro	25,5				
	Japanske yen	6,7	Japanske yen	6,5				
	Britiske pund	5,2	Britiske pund	5,4				
	Kanadiske dollar	3,1	Kanadiske dollar	3,0				
	Sum andre	5,2	Sum andre	5,2				
	Fremvoksende	**12,7**	**Fremvoksende**	**12,4**				
	Meksikanske peso	1,8	Meksikanske peso	1,9				
	Sørkoreanske won	1,5	Sørkoreanske won	1,6				
	Tyrkiske lira	1,0	Tyrkiske lira	1,0				
	Indiske rupi	1,0	Indiske rupi	1,0				
	Brasilianske real	0,9	Kinesiske yuan	0,8				
	Sum andre	6,5	Sum andre	6,1				
Sum obligasjoner					**37,04**	**35,69**	**2 622 287**	**2 668 147**
Eiendom	USA	44,4	USA	44,3				
	Storbritannia	26,3	Storbritannia	27,6				
	Frankrike	11,7	Frankrike	11,1				
	Tyskland	8,0	Tyskland	7,3				
	Sveits	4,0	Sveits	3,8				
	Sum andre	5,6	Sum andre	5,9				
Sum eiendom**					**3,15**	**3,15**	**222 756**	**235 199**

* *Markedsverdi per land og valuta* inkluderer derivater og kontanter.
** *Sum eiendom* inkluderer børsnoterte eiendomsinvesteringer. Disse presenteres i balansen som *Aksjer og andeler.*

Sammenlignet med årsslutt 2015 gikk andelen allokert til aktivaklassen aksjer noe ned, mens fordelingen til obligasjoner økte. Endringene i aktivaklassefordelingene skyldes hovedsakelig markedsavkastning og valutaeffekter. De globale aksjemarkedene falt kraftig i første halvdel av kvartalet, men hentet seg noe inn igjen i andre halvdel. De fremvoksende markedene hadde i første kvartal en sterkere avkastning enn de utviklede markedene, der både aksjemarkedene steg og valutaene styrket seg. Dette førte til en økning i allokeringen til fremvoksende markeder for både 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. Eiendoms-investeringer er kun inkludert i beregningene for absolutt volatilitet.

Tabell 8.2 Porteføljerisiko, forventet volatilitet, prosent

	Forventet volatilitet, faktisk portefølje							
	31.03.2016	Min 2016	Maks 2016	Snitt 2016	31.12.2015	Min 2015	Maks 2015	Snitt 2015
Portefølje	10,7	10,3	10,7	10,6	10,4	8,1	10,4	9,5
Aksjer	13,8	12,9	13,8	13,5	12,9	10,9	12,9	12,0
Obligasjoner	10,1	10,1	10,3	10,2	10,1	7,9	10,2	9,4

Tabell 8.3 Relativ risiko, forventet relativ volatilitet, basispunkter

	Forventet relativ volatilitet							
	31.03.2016	Min 2016	Maks 2016	Snitt 2016	31.12.2015	Min 2015	Maks 2015	Snitt 2015
Aksje- og obligasjons-porteføljen	29	27	29	28	28	26	38	32
Aksjer	36	34	36	35	36	35	52	42
Obligasjoner	54	51	54	52	52	52	64	57

Modellene som er benyttet i beregningen av ovenstående informasjon er forklart i note 8 *Risiko* i årsrapport 2015.

Risiko målt ved forventet volatilitet viser en økning for porteføljen i årets første kvartal, fra 10,4 prosent ved årets begynnelse til 10,7 prosent ved utgangen av kvartalet. Økningen av volatiliteten skyldes i stor grad at forventet volatilitet for aksjer økte fra 12,9 prosent til 13,8 prosent. I begynnelsen av kvartalet økte den implisitte volatiliteten til aksjemarkedene både i

USA og Europa, og gjennomsnittlig volatilitet var noe høyere enn i perioden som gikk ut av estimeringsperioden. Risikomålet indikerer en forventet årlig verdisvingning på 10,7 prosent eller om lag 750 milliarder kroner ved utgangen av kvartalet. Forventet relativ volatilitet økte til 29 basispunkter ved kvartalsslutt sammenlignet med 28 basispunkter ved årsslutt 2015.

Fra 1. mars 2016 ble ekstremavviksrisiko introdusert som et nytt risikomål. Forvaltningen skal legges opp slik at negativ relativ avkastning i ekstreme situasjoner ikke forventes å overstige 3,75 prosent. Ved utgangen av første kvartal var ekstremavviksrisikoen 0,92 prosent, sammenlignet med 0,95 prosent ved årsslutt 2015.

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, 31.03.2016	AAA	AA	A	BBB	Lavere vurdering	Total
Statsobligasjoner	728 987	256 526	283 924	180 929	29 413	1 479 779
Statsrelaterte obligasjoner	161 004	149 629	29 262	28 966	4 456	373 317
Realrenteobligasjoner	80 485	6 249	4 153	22 719	1 053	114 659
Selskapsobligasjoner	3 357	43 533	214 223	274 194	11 644	546 951
Pantesikrede obligasjoner	136 024	15 900	3 365	4 622	131	160 042
Sum obligasjoner	**1 109 857**	**471 837**	**534 927**	**511 430**	**46 697**	**2 674 748**

Beløp i millioner kroner, 31.12.2015	AAA	AA	A	BBB	Lavere vurdering	Total
Statsobligasjoner	729 752	250 061	310 491	199 943	2 883	1 493 128
Statsrelaterte obligasjoner	164 106	154 183	31 908	32 097	4 534	386 829
Realrenteobligasjoner	86 119	6 897	3 095	24 164	-	120 275
Selskapsobligasjoner	3 216	43 196	208 613	281 665	11 193	547 882
Pantesikrede obligasjoner	134 834	21 973	6 626	6 566	134	170 133
Sum obligasjoner	**1 118 027**	**476 310**	**560 733**	**544 435**	**18 744**	**2 718 247**

Andelen av obligasjonsbeholdningen kategorisert med kredittvurdering BBB ble redusert til 19,1 prosent ved slutten av første kvartal sammenlignet med 20,0 prosent ved årsslutt 2015. Dette skyldes i stor grad nedgradering av brasilianske statsobligasjoner fra BBB kategorien til kategorien *Lavere vurdering*. Kategorien *Lavere vurdering* økte derfor til 1,7 prosent ved slutten av første kvartal sammenlignet med 0,7 prosent ved

årsslutt. AAA kategorien økte til 41,5 prosent av obligasjonsbeholdningen ved slutten av første kvartal fra 41,1 prosent ved årsslutt. Innenfor denne kategorien ble nedgraderinger av kredittvurderingsbyråene oppveid av nye kjøp av AAA statsobligasjoner og statsrelaterte obligasjoner. Kredittkvaliteten på obligasjonsporteføljen er totalt sett svakt forverret 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 2016, aggregert for SPU.

Tabell 8.5 Motpartsrisiko per type posisjon

Beløp i millioner kroner, 31.03.2016	Brutto eksponering	Motregnings-effekter	Effekt av mottatte og avgitte sikker-heter samt garantier	Netto eksponering
Tidsinnskudd og usikrede bankinnskudd*	8 514	-	-	8 514
Ikke-børsnoterte derivater inklusiv valutakontrakter	18 407	6 658	-4 632	16 381
Clearede ikke-børsnoterte og børsnoterte derivater**	2 443	36	-73	2 480
Gjenkjøps- og gjensalgsavtaler	2 297	295	-261	2 263
Verdipapirutlånstransaksjoner	50 587	-	1 220	49 367
Oppgjørsrisiko på motpart og transaksjoner med lang oppgjørstid	146	-	-	146
Deltagelsessertifikater	3 240	-	-	3 240
Totalt	**85 634**	**6 989**	**-3 746**	**82 391**

Beløp i millioner kroner, 31.12.2015	Brutto eksponering	Motregnings-effekter	Effekt av mottatte og avgitte sikker-heter samt garantier	Netto eksponering
Tidsinnskudd og usikrede bankinnskudd*	5 084	-	-	5 084
Ikke-børsnoterte derivater inklusiv valutakontrakter	17 003	7 068	340	9 595
Clearede ikke-børsnoterte og børsnoterte derivater**	2 327	21	-1	2 307
Gjenkjøps- og gjensalgsavtaler	1 386	728	-444	1 102
Verdipapirutlånstransaksjoner	51 551	-	1 390	50 161
Oppgjørsrisiko på motpart og transaksjoner med lang oppgjørstid	60	-	-	60
Deltagelsessertifikater	3 475	-	-	3 475
Totalt	**80 886**	**7 817**	**1 285**	**71 784**

* Beløpet inkluderer bankinnskudd i ikke-konsoliderte datterselskaper eiendom.
** Gjelder futureshandler og rentebytteavtaler som er clearet av sentral motpart.

Motpartsrisikoen målt ved både brutto og netto risikoeksponering har økt siden årsslutt 2015. Økningen skyldes i hovedsak økning i usikrede bankinnskudd samt høyere oppgjørsrisiko fra valutakontrakter. Ved årsslutt ble det gjort få valutahandler mens aktiviteten i valuta-kontrakter som generer oppgjørsrisiko har vært høyere ved slutten av første kvartal. Det er i hovedsak valutakontrakter i valuta knyttet til fremvoksende markeder som genererer oppgjørsrisiko. Risikoeksponering fra verdi-papirutlånsprogrammet er relativt uforandret sammenlignet med årsslutt.

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 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 2016	Basis-punkter	1. kvartal 2015	Basis-punkter	2015	Basis-punkter
Lønn, arbeidsgiveravgift og andre personalkostnader	269		273		1 134	
Kostnader til depot	91		109		394	
IT-tjenester, systemer, data og informasjon	154		140		638	
Analyse, konsulent og juridiske tjenester	57		56		245	
Øvrige kostnader	57		40		200	
Fordelte kostnader Norges Bank	41		31		129	
Faste honorarer til eksterne forvaltere	170		179		615	
Forvaltningsgodtgjøring eksklusive avkastningsavhengige honorarer	**839**	**4,7**	**828**	**5,0**	**3 355**	**4,8**
Avkastningsavhengige honorarer til eksterne forvaltere*	-87		104		578	
Forvaltningsgodtgjøring	**752**	**4,2**	**932**	**5,7**	**3 933**	**5,7**

* Avkastningsavhengige honorarer til eksterne forvaltere bestemmes av forvalternes samlede meravkastning over tid. Inntektsføring på 87 millioner kroner i første kvartal 2016 skyldes lavere avsetning for honorarer til enkelte forvaltere ved utgangen av kvartalet enn ved årsslutt 2015.

FORVALTNINGSKOSTNADER I DATTERSELSKAPER EIENDOM

Forvaltningskostnader som påløper i datterselskaper eiendom består av driftskostnader knyttet til forvaltningen av den unoterte eiendomsporteføljen. Disse kostnadene er spesifisert i tabell 9.2.

Tabell 9.2 Forvaltningskostnader datterselskaper eiendom

Beløp i millioner kroner	1. kvartal 2016	1. kvartal 2015	2015
Lønn, arbeidsgiveravgift og andre personalkostnader	5	5	26
IT-tjenester, systemer, data og informasjon	9	8	31
Analyse, konsulent og juridiske tjenester	6	3	25
Øvrige kostnader	4	5	13
Sum forvaltningskostnader datterselskaper eiendom	**24**	**21**	**95**
Herav forvaltningskostnader ikke-konsoliderte datterselskaper	*20*	*21*	*86*
Herav forvaltningskostnader konsoliderte datterselskaper	*4*	-	*9*

Forvaltningskostnader påløpt i ikke-konsoliderte og konsoliderte datterselskaper eiendom presenteres i resultatregnskapet som henholdsvis *Inntekt/kostnad fra unotert eiendom* og *Andre kostnader.*

I tillegg til forvaltningskostnadene presentert i tabell 9.2, påløper det også andre driftskostnader i datterselskaper eiendom 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 belastes porteføljeresultatet direkte og presenteres i resultatregnskapet som *Inntekt/kostnad fra unotert eiendom*. Se tabell 6.3 i note 6 *Unotert eiendom* for ytterligere informasjon.

ØVRE KOSTNADSGRENSE FOR DEKNING AV FORVALTNINGSKOSTNADER

Finansdepartementet har fastsatt en øvre kostnadsgrense for dekning av forvaltningskostnader. Summen av forvaltningskostnader som påløper i Norges Bank og i datterselskaper eiendom, eksklusiv avkastningsavhengige honorarer til eksterne forvaltere, er for 2016 begrenset oppad til 8 basispunkter av gjennomsnittlig kapital under forvaltning. Andre driftskostnader som påløper i datterselskaper eiendom, samt kostnader som påløper i deleide eiendomsselskaper, inngår ikke i kostnadene som er oppad begrenset til den øvre kostnadsgrensen.

Samlede forvaltningskostnader som måles mot den øvre kostnadsgrensen utgjør 863 millioner kroner i første kvartal 2016. Dette består av 839 millioner kroner i forvaltningskostnader i Norges Bank eksklusive avkastningsavhengige honorarer til eksterne forvaltere og 24 millioner kroner i forvaltningskostnader i datterselskaper eiendom. Dette tilsvarer 4,8 basispunkter av forvaltet kapital på årsbasis.

De samlede forvaltningskostnader inklusive avkastningsavhengige honorarer utgjør 776 millioner kroner i første kvartal 2016. Dette tilsvarer 4,3 basispunkter av forvaltet kapital på årsbasis.

Til Norges Banks representantskap

Uttalelse vedrørende forenklet revisorkontroll av delårsrapportering

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 2016, periodens resultat og totalresultat, 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 forenklede revisorkontroll.

Omfanget av den forenklede revisorkontrollen
Vi har utført vår forenklede 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 forenklede 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, 27. april 2016
Deloitte AS

Aase Aa. Lundgaard
statsautorisert revisor

ISSN 1893-3114

Design og illustrasjonar: Brandlab

Papir: Galerie Art Matt 250 g / 150 g
Produksjon: 07 Media AS
Opplag: 300

NORGES BANK INVESTMENT MANAGEMENT
Bankplassen 2, P.O. Box 1179 Sentrum, N-0107 Oslo, Norway
T: +47 24 07 30 00, www.nbim.no