



GOVERNMENT PENSION FUND GLOBAL **THIRD QUARTER 2011**

Hovedpunkter tredje kvartal 2011

- Sterk nedgang i de globale aksjemarkedene ga Statens pensjonsfond utland en avkastning på -8,8 prosent, tilsvarende -284 milliarder kroner, i tredje kvartal 2011. Resultatet var det nest svakeste i fondets historie.
- Avkastningen på fondets aksjeinvesteringer var -16,9 prosent, mens renteinvesteringene fikk en avkastning på 3,7 prosent. Samlet var resultatet 0,3 prosentpoeng lavere enn avkastningen på fondets referanseindekser.
- Markedsverdien av fondet falt med 56 milliarder kroner til 3 055 milliarder kroner.
- Fondet kjøpte i juli 50 prosent av syv eiendommer i og utenfor Paris fra AXA Group. Det var fondets andre eiendomsinvestering og den første i Frankrike.
- Ved utgangen av kvartalet var fondet investert med 55,6 prosent i aksjer, 44,1 prosent i rentepapirer og 0,3 prosent i eiendom.

Innhold

Fondet	Nedgang i fondets markedsverdi	2
Forvaltningen	Aksjefall trekker resultatet ned	6
	Fondets relative avkastning	14
	Store svingninger i markedene	15
	Ansvarlige investeringer og eierskapsutøvelse	18
	Operasjonell risikostyring og internkontroll	19
Regnskapet	Regnskapsrapportering	20
	Noter til regnskapsrapportering	24
	Revisoruttalelse	34

Translation from the original Norwegian version

Norges Bank er landets sentralbank. Hovedoppgavene er å fremme prisstabilitet gjennom pengepolitikken, sikre finansiell stabilitet og å stå for kapitalforvaltning. Kapitalforvaltningen skjer i Norges Bank Investment Management (NBIM). NBIM forvalter Statens pensjonsfond utland på oppdrag fra Finansdepartementet.

Fondet

Nedgang i fondets markedsverdi



Markedsverdien av Statens pensjonsfond utland falt 56 milliarder kroner til 3 055 milliarder kroner i tredje kvartal 2011.

Aksjeinvesteringenes markedsverdi var 1 699 milliarder kroner ved utgangen av kvartalet, ned fra 1 881 milliarder kroner ved inngangen til kvartalet. Renteinvesteringene utgjorde 1 346 milliarder kroner, opp fra 1 226 milliarder kroner. Eieomsinvesteringene var på 10 milliarder kroner, mot 4 milliarder kroner tre måneder tidligere.

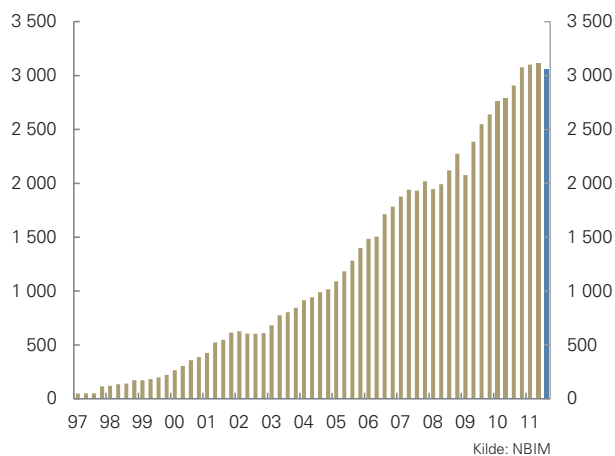
Markedsverdien påvirkes av størrelsen på fondets avkastning, kapitaltilførsler og endringer i valutakurser. Fondet fikk en avkastning på -284 milliarder kroner i kvartalet, mens tilførsle fra staten utgjorde 78 milliarder kroner. Kronkursen

svakket seg mot flere av valutaene fondet investeres i, og det økte isolert sett markedsverdien med 150 milliarder kroner.

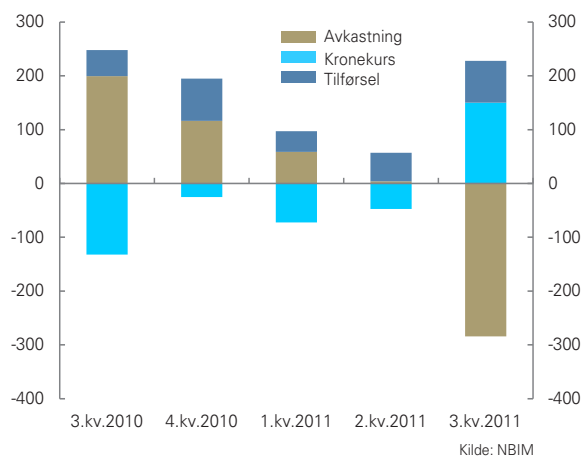
Totalt 84 prosent av fondets investeringer var i euro, pund, dollar og yen ved utgangen av kvartalet. Verdien av kronen gikk ned 1,3 prosent i forhold til euroen i løpet av kvartalet. Den falt i samme periode 6,2 prosent mot pundet, 9,4 prosent mot dollaren og 14,6 prosent mot yenen.

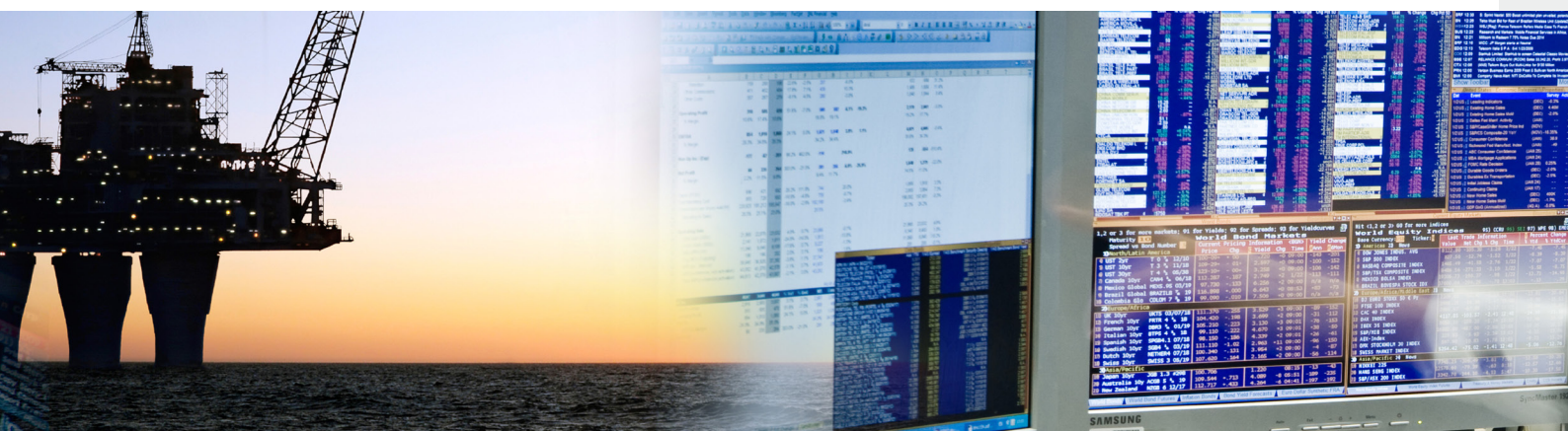
Fondet skal gradvis investeres i eiendom, slik at det består av 60 prosent aksjer, 35–40 prosent rentepapirer og inntil

Figur 1-1 Markedsverdien av fondet per kvartal. Milliarder kroner



Figur 1-2 Endringer i markedsverdien av fondet. Milliarder kroner

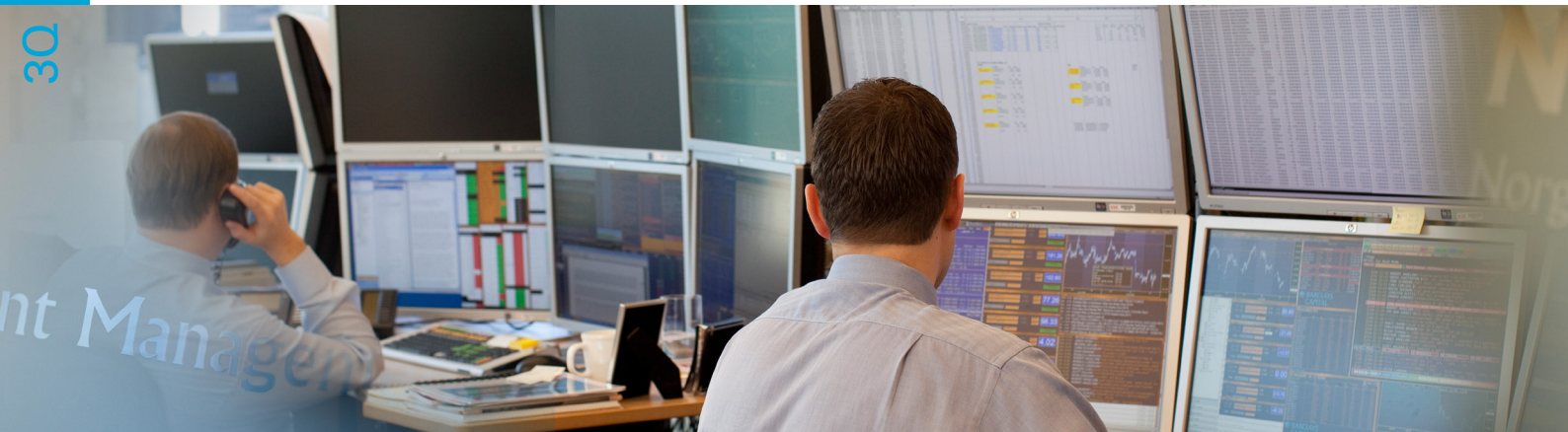




Tabell 1-1 Nøkkeltall per 30. september 2011

	3.kv. 2011	2.kv. 2011	1.kv. 2011	4.kv. 2010	3.kv. 2010
Markedsverdi (mrd. kroner)*					
Markedsverdien av aksjeinvesteringene	1 699	1 881	1 900	1 891	1 758
Markedsverdien av renteinvesteringene	1 346	1 226	1 197	1 186	1 150
Markedsverdien av eiendomsinvesteringene	10	4	4	-	-
Markedsverdien av fondet	3 055	3 111	3 102	3 077	2 908
Tilførsel*					
Fondets avkastning	-284	4	59	116	199
Endring som følge av svingninger i kronekursen	150	-48	-73	-25	-132
Endring i markedsverdien	-56	9	24	169	116
Kostnader i forvaltningen (prosent)					
Beregnete innfasingskostnader	0,01	0,01	0,01	0,01	-
Annualiserte forvaltningskostnader	0,08	0,08	0,08	0,11	0,10
Verdiutvikling f.o.m. første tilførsel i 1996 (mrd. kroner)					
Samlet brutto tilførsel	2 679	2 601	2 547	2 508	2 429
Samlede forvaltningskostnader	18	17	17	16	15
Samlet tilførsel etter forvaltningskostnader	2 661	2 583	2 530	2 492	2 413
Samlet avkastning	525	809	805	746	630
Endring som følge av svingninger i kronekursen	-131	-281	-233	-160	-135
Fondets markedsverdi	3 055	3 111	3 102	3 077	2 908
Samlet avkastning etter forvaltningskostnader	507	791	788	730	614

*Fondets markedsverdi presenteres i tabellen før påløpt forvaltningsgodtgjøring. Markedsverdien vil derfor avvike noe fra Eiers kapital i regnskapsrapporteringen. Tilførselene i denne tabellen avviker noe fra regnskapet (jf. "Endring i eiers kapital") på grunn av ulik behandling av forvaltningsgodtgjøring.



5 prosent eiendom. Ved utgangen av kvartalet var investeringene fordelt med 55,6 prosent i aksjer, 44,1 prosent i rentepapirer og 0,3 prosent i eiendom.

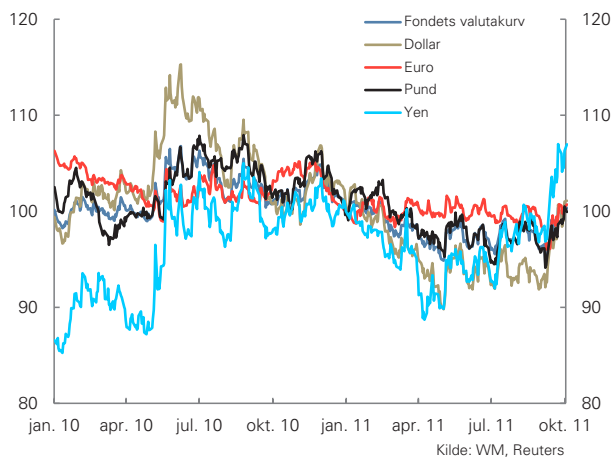
Aksjeandelen gikk ned med 4,9 prosentpoeng i kvartalet etter at et sterkt fall i de globale aksjemarkedene reduserte

verdien av beholdningen. Fondet følger regler for hvordan aksjeandelen skal justeres tilbake til det langsiktige målet, og bruker gjennomgående tilførsler fra staten for å kjøpe aktivklassen med svakest utvikling. Av fondets tilførsler på 78 milliarder kroner ble 78 prosent investert i aksjer, 15 prosent i rentepapirer og 7 prosent i eiendom i tredje kvartal.

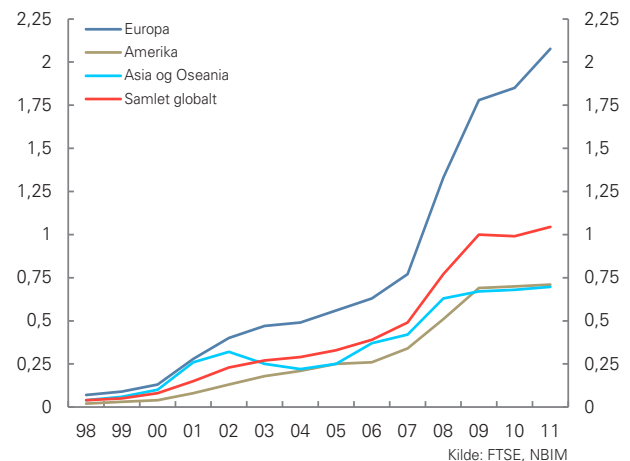
Tabell 1-2 Akkumulert avkastning siden 1996. Milliarder kroner

	3.kv. 2011	2.kv. 2011	1.kv. 2011	4.kv. 2010	3.kv. 2010
Avkastningen på aksjeinvesteringene	103,6	432,2	446,9	394,8	248,1
Avkastningen på renteinvesteringene	421,3	376,8	357,8	351,4	381,6
Avkastningen på eiendomsinvesteringene	-0,4	-0,2	-	-	-
Fondets avkastning	524,6	808,8	804,7	746,2	629,7

Figur 1-3 Utviklingen i valutakurser i forhold til kronen. Indeksert 31.12.2010 = 100



Figur 1-4 Fondets eierandeler i aksjemarkedene. Prosent av markeds-kapitaliseringen til indeksen FTSE Global All Cap





Avkastning i internasjonal valuta

Fondet investeres i internasjonale verdipapirer i utenlandsk valuta. Investeringene veksles ikke om til norske kroner i forbindelse med fondets fortløpende rapportering, og investeringene valutasikres ikke mot norske kroner. Endringer i kronekursen har ikke betydning for fondets internasjonale kjøpekraft. Fondets avkastning oppgis derfor primært i internasjonal valu-

ta, det vil si en vektet sammensetning av valutaene i fondets referanseindekser for aksjer og obligasjoner. Denne sammensetningen betegnes som fondets valutakurv og besto av 35 valutaer ved utgangen av tredje kvartal 2011. Kronen svekket seg 4,9 prosent mot valutakurven gjennom kvartalet.

Tabell 1-3 Fondets største aksjebeholdninger per 30. september 2011

Selskap	Land	Beholdning i millioner kroner
Royal Dutch Shell Plc	Storbritannia	23 585
Nestlé SA	Sveits	23 066
HSBC Holdings Plc	Storbritannia	18 207
Novartis AG	Sveits	16 976
Vodafone Group Plc	Storbritannia	16 168
Apple Inc	USA	14 713
Exxon Mobil Corp	USA	14 327
Roche Holding AG	Sveits	14 031
BP PLC	Storbritannia	13 149
GlaxoSmithKline Plc	Storbritannia	12 948

Tabell 1-4 Fondets største obligasjonsbeholdninger per 30. september 2011

Utsteder	Land	Beholdning i millioner kroner
Amerikanske stat	USA	217 096
Britiske stat	Storbritannia	106 553
Franske stat	Frankrike	77 457
Japanske stat	Japan	71 656
Tyske stat	Tyskland	60 988
Italienske stat	Italia	43 763
Nederlandske stat	Nederland	26 862
Kreditanstalt für Wiederaufbau	Tyskland	22 900
European Investment Bank	Int. organisasjon	20 255
Spanske stat	Spania	19 476

Forvaltningen

Aksjefall trekker resultatet ned

Sterk nedgang i de globale aksjemarkedene ga fondet en avkastning på -8,8 prosent i tredje kvartal 2011. Det var det nest svakeste kvartalet i fondets historie.

Aksjeinvesteringene fikk en avkastning på -16,9 prosent i kvartalet, målt i internasjonal valuta. Tegn til svakere vekst i verdensøkonomien og frykt for en forverring av den europeiske statsgjeldskrisen, reduserte investorenes risikoappetitt og ga nedgang i samtlige av fondets aksjesektorer.

Investeringene i sektorene materialer og industri, som er spesielt sensitive for økonomisk vekst, falt mest med en avkastning på henholdsvis -26,4 prosent og -22,6 prosent. Flere institusjoner, inkludert Det internasjonale valutafondet (IMF) og Organisasjonen for økonomisk samarbeid og utvikling (OECD), nedjusterte i kvartalet sine anslag for vekst i verdensøkonomien etter svakere utvikling enn ventet i USA og Europa. IMF advarte også om faren for resesjon i de to regionene dersom myndighetene ikke gjennomfører tiltak som stimulerer vekst, styrker bankene og hindrer en spredning av statsgjeldskrisen.

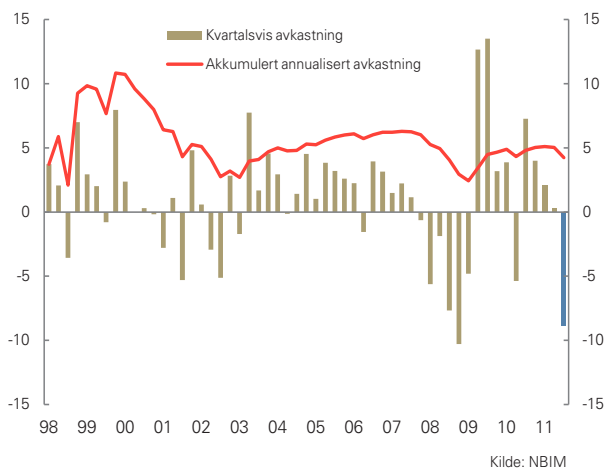
Fondets finansaksjer fikk en avkastning på -22,1 prosent i kvartalet, ledet an av nedgang for europeiske banker. Økende usikkerhet rundt evnen til å betjene statsgjeld i Hellas, Portugal, Irland, Italia og Spania drev ned aksjekursene på bankene, som var blant de største långiverne til disse landene. Samtidig bidro bekymringer for eventuelle tap ved et mislighold til å redusere bankenes vilje til å gi hverandre lån. Avkastningen på fondets

europeiske finansaksjer var på -27,3 prosent i kvartalet, målt i internasjonal valuta, mens amerikanske og asiatiske finansaksjer fikk en avkastning på henholdsvis -17,9 prosent og -14,4 prosent. Finans var fondets største aksjesektor med 20 prosent av beholdningen ved utgangen av kvartalet.

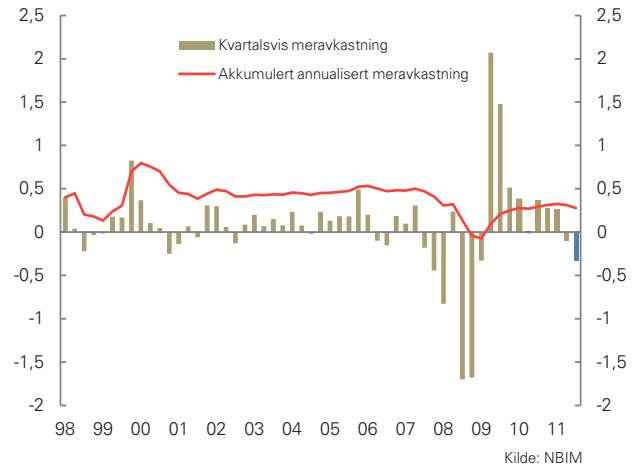
Investeringene i olje- og gassaksjer sto for 11 prosent av aksjebeholdningen og fikk en avkastning på -18,4 prosent i kvartalet. Referanseprisene for olje notert på børsene i London og New York falt med henholdsvis 8,6 prosent og 17 prosent i kvartalet ettersom svakere vekstutsikter førte til forventninger om lavere oljeetterspørsel. Aksjekursene til oljeprodusenter som BP, Exxon Mobil og Royal Dutch Shell falt med henholdsvis 15,3 prosent, 10,8 prosent og 9,8 prosent i kvartalet. Selskapene var blant fondets ti største aksjeinvesteringer ved utgangen av kvartalet.

Investeringene i helsesektoren falt minst i kvartalet med en avkastning på -7,2 prosent. Slike aksjer anses ofte som tryggede investeringer i urolige markeder.

Figur 2-1 Fondets kvartalsvise avkastning og akkumulerte annualiserte avkastning. Prosent



Figur 2-2 Kvartalsvis meravkastning og akkumulert annualisert meravkastning for fondet eksklusive eiendom. Prosentpoeng



Tabell 2-1 Kvartalsvise avkastningstall

	3.kv. 2011	2.kv. 2011	1.kv. 2011	4.kv. 2010	3.kv. 2010
Avkastning målt i internasjonal valuta					
Avkastningen på aksjeinvesteringene (prosent)	-16,95	-0,65	2,91	8,37	9,82
Avkastningen på renteinvesteringene (prosent)	3,65	1,78	0,72	-2,48	3,46
Avkastningen på eiendomsinvesteringene (prosent)	-0,10	-4,70	-	-	-
Fondets avkastning (prosent)	-8,80	0,29	2,06	3,99	7,26
Fondets avkastning eksklusive eiendom (prosent)					
Avkastningen på referanseindeksene for aksjer og obligasjoner (prosent)	-8,49	0,39	1,80	3,72	6,89
Meravkastningen på fondets aksje- og renteinvesteringer (prosentpoeng)	-0,33	-0,09	0,27	0,28	0,36
Forvaltningskostnader (prosentpoeng)					
Forvaltningskostnader (prosentpoeng)	0,02	0,02	0,02	0,03	0,03
Fondets avkastning etter forvaltningskostnader (prosent)	-8,82	0,27	2,04	3,97	7,23
Avkastning målt i norske kroner (prosent)					
Avkastningen på aksjeinvesteringene	-12,85	-2,32	0,37	7,49	4,84
Avkastningen på renteinvesteringene	8,76	0,07	-1,76	-3,28	-1,23
Avkastningen på eiendomsinvesteringene	4,83	-6,30	-	-	-
Fondets avkastning	-4,30	-1,39	-0,45	3,15	2,39
Fondets avkastning eksklusive eiendom	-4,32	-1,38	-0,45	3,15	2,39

Tabell 2-2 Historiske nøkkeltall per 30. september 2011. Annualiserte tall målt i internasjonal valuta

	Siste 12 måneder	Siste 3 år	Siste 5 år	Siste 10 år	Siden 1.1.1998
Fondets avkastning (prosent)	-2,92	4,86	1,18	4,20	4,23
Avkastningen på fondets aksje- og renteinvesteringer (prosent)	-2,93	4,86	1,17	4,20	4,23
Avkastningen på referanseindeksene for aksjer og obligasjoner (prosent)	-3,01	4,07	1,22	3,96	3,95
Meravkastningen på fondets aksje- og renteinvesteringer (prosentpoeng)	0,08	0,79	-0,04	0,24	0,28
Standardavvik (prosent)					
Standardavvik (prosent)	7,76	12,21	10,81	8,37	7,78
Faktisk relativ volatilitet på fondets aksje- og renteinvesteringer (prosentpoeng)					
Faktisk relativ volatilitet på fondets aksje- og renteinvesteringer (prosentpoeng)	0,35	1,19	1,23	0,89	0,80
Informasjonsrate (IR)* på fondets aksje- og renteinvesteringer					
Informasjonsrate (IR)* på fondets aksje- og renteinvesteringer	0,22	0,67	-0,04	0,27	0,35
Fondets brutto årlige avkastning (prosent)					
Fondets brutto årlige avkastning (prosent)	-2,92	4,86	1,18	4,20	4,23
Årlig prisvekst (prosent)	3,02	1,49	2,16	2,07	1,90
Årlige forvaltningskostnader (prosent)	0,09	0,11	0,10	0,10	0,10
Årlig netto realavkastning (prosent)	-5,85	3,22	-1,07	1,99	2,19

* IR er et mål på risikjustert avkastning. IR beregnes som forholdstallet mellom meravkastningen og den faktiske relative volatiliteten som fondet har hatt. IR viser hvor mye meravkastning man har fått igjen for hver risikoenhet.

Resultat per region

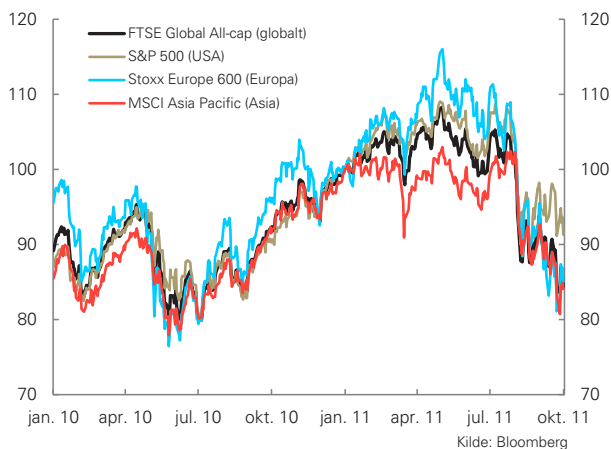
Fondets aksjeinvesteringer fordeles med om lag 50 prosent i Europa, 35 prosent i Amerika, Afrika og Midtøsten og 15 prosent i Asia og Oseania. I tredje kvartal var den regionale avkastningen på henholdsvis -20,7 prosent, -13,4 prosent og -12,4 prosent, målt i internasjonal valuta.

Enkeltinvesteringen som ga fondet den største nominelle avkastningen i kvartalet var Apple, produsenten av iPad og

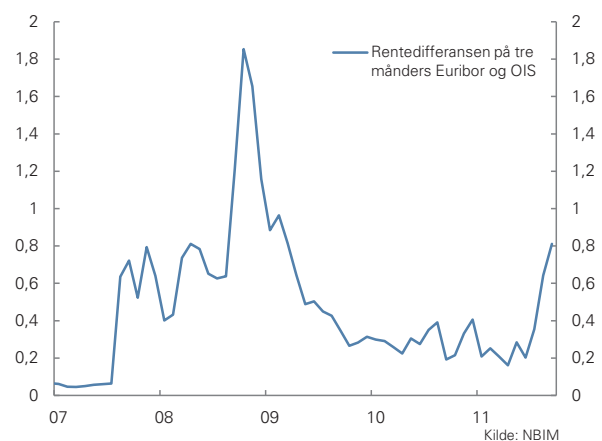
iPhone. Deretter fulgte mobiltelefonoperatøren Vodafone og IBM, verdens største leverandør av IT-tjenester. Fondets største verdifall i et enkeltsekskap var i BNP Paribas, Frankrikes største bank, fulgt av Siemens, et tysk energi-, industri- og helseselskap, og bilprodusenten Daimler.

Avtagende risikoappetitt blant investorene fikk selskaper til å avlyse eller utsette planlagte børsnoteringer for minst 19 milliarder dollar i kvartalet, ifølge Bloomberg. Disse inklu-

Figur 2-3 Kursutviklingen i regionale aksjemarkeder, målt i amerikanske dollar. Indeksert 31.12.2010 = 100



Figur 2-4 Differansen på tremåneders pengemarkedsrenten Euribor og tremåneders swaprenten OIS. Prosentpoeng



Mindre utlånsvilje mellom bankene

Frykt for mislighold av statsgjeld og eventuelle banktap reduserte i tredje kvartal europeiske bankers vilje til å gi hverandre lån. Tremåneders Euribor, som er renten bankene tilbyr hverandre for usikrede eurodenominerte lån over tre måneder, endte kvartalet på 1,5 prosent, omtrent uendret fra begynnelsen av kvartalet. I samme periode ble rentenivået på tremåneders OIS (Overnight Indexed Swap), som indikerer den forventede innskuddsrenten til den europeiske sentralbanken, nesten halvert. Den økte forskjellen på disse rentenivåene viste at bankene i tredje kvartal krevde en stadig større kompensasjon for å gi hverandre lån fremfor å plassere penger i sentralbanken.

Samme utvikling fant sted under finansuroen somme-

ren 2007 og etter kollapsen av den amerikanske banken Lehman Brothers høsten 2008. Bankene ble mer tilbakeholdne med å gi hverandre lån på grunn av antatt høyere risiko for mislighold hos motparten og usikkerhet rundt egne kapitalbehov. Differansen mellom Euribor og OIS steg til rekordhøye 196 basispunkter i oktober 2008. Den var på om lag 4 basispunkter i juni 2007, før uroen startet.

I tredje kvartal 2011 økte forskjellen på tremåneders Euribor og OIS til 81 basispunkter ved utgangen av kvartalet, fra 20 basispunkter ved inngangen til kvartalet. På sitt største var differansen 89 basispunkter 23. september, som var det meste siden mars 2009.

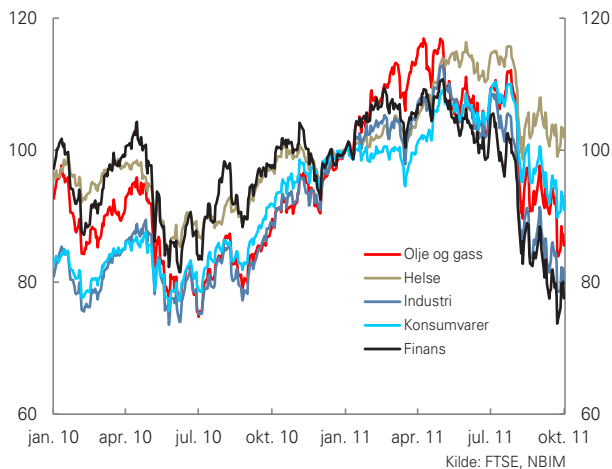
derte noteringen av Siemens lysenhet Osram og den spanske lotteriooperatøren Sociedad Estatal Loterías & Apuestas del Estado. Samtidig falt børsnoterte selskapers salg av nye og eksisterende aksjer til omtrent 84 milliarder dollar i kvartalet, mot 204 milliarder dollar kvartalet før, ifølge Dealogic. Det største aksjesalget fondet deltok i som kjøper, var i Bank of China, som i juli utstedte aksjer for 18,8 milliarder Hong Kong-dollar, tilsvarende 12,6 milliarder kroner. Deretter fulgte Thyssenkrupp og Capital One, som solgte aksjer for henholdsvis 1,6 milliarder euro og 1,9 milliarder dollar.

Fondet var investert i 8 026 børsnoterte selskaper ved utgangen av kvartalet, mot 8 389 selskaper tre måneder tidligere.

Tabell 2-3 Avkastningen på fondets aksjeinvesteringer i tredje kvartal 2011. Fordelt etter sektor. Prosent

Sektor	Avkastning i internasjonal valuta	Andel av aksjebeholdningens markedsverdi
Finans	-22,14	20,19
Konsumvarer	-13,07	12,74
Industri	-22,60	12,66
Olje og gass	-18,40	10,73
Helse	-7,17	9,56
Konsumtjenester	-11,77	8,98
Teknologi	-8,79	8,03
Materialer	-26,44	7,77
Kraft- og vannforsyning	-9,93	4,70
Telekommunikasjon	-9,80	4,64

Figur 2-5 Kursutviklingen i ulike aksjesektorer i FTSE Global All Cap-indeksen. Målt i amerikanske dollar. Indeksert 31.12.2010 = 100



Stigende priser på obligasjoner

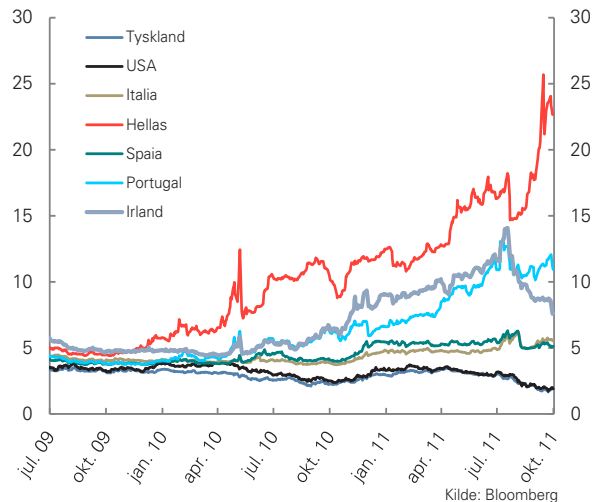
Fondets renteinvesteringer fikk en avkastning på 3,7 prosent i tredje kvartal, målt i internasjonal valuta, hjulpet av prisoppgang på de antatt sikreste statsobligasjonene fra land som Tyskland, Frankrike, Storbritannia og USA.

Rentene på disse obligasjonene falt i løpet av kvartalet til rekordlave nivåer, drevet av høyere etterspørsel fra investorer som søkte tryggere investeringer. Samtidig steg rentene på greske, irske, portugisiske, italienske og spanske statsobligasjoner til rekordhøye nivåer på grunn av økt usikkerhet rundt landenes evne til å betjene sin gjeld. Renten en investor krever for å låne ut penger gjennom en obligasjon, vil normalt stige når forventningene om mislighold øker. Prisen på obligasjonen vil samtidig falle.

Den europeiske sentralbankens kjøp i august og september av statsgjeld fra blant andre Spania og Italia bidro til å bremse renteoppgangen på flere europeiske statsobligasjoner. Renten på tiårig spansk statsgjeld falt til 5,1 prosent ved utgangen av kvartalet etter å ha vært opp i rekordhøye 6,3 prosent i juli. Renten på tiårige italienske statsobligasjoner endte kvartalet på 5,5 prosent, ned fra en topp på 6,2 prosent i august. Renten på tiårig tysk statsgjeld, som brukes som en referanse for europeisk statsgjeld, var på 1,9 prosent ved kvartalsslutt, ned fra 3 prosent ved inngangen til kvartalet.

Fondets beholdning av statsobligasjoner fikk en avkastning på 7 prosent i kvartalet, målt i internasjonal valuta. Stigende priser på tyske, franske, amerikanske, britiske og japanske

Figur 2-6 Utviklingen i rentene på 10-årige statsobligasjoner. Prosent





NBIM

Norges Bank Investment Management

statsobligasjoner veide opp for prisfall på statsobligasjoner fra enkelte europeiske land. Avkastningen på eurodenominerte statsobligasjoner var på 4,7 prosent, mens avkastningen på britisk, amerikansk og japansk statsgjeld var på henholdsvis 11,5 prosent, 10,8 prosent og 0,3 prosent, målt i sine respektive valutaer. Statsobligasjoner sto for 46 prosent av fondets renteinvesteringer ved utgangen av kvartalet.

Fondet er også investert i obligasjoner fra statsrelaterte institusjoner som European Investment Bank, Inter-American Development Bank og Export-Import Bank of China. Slike verdipapirer sto for 13 prosent av fondets renteinvesteringer

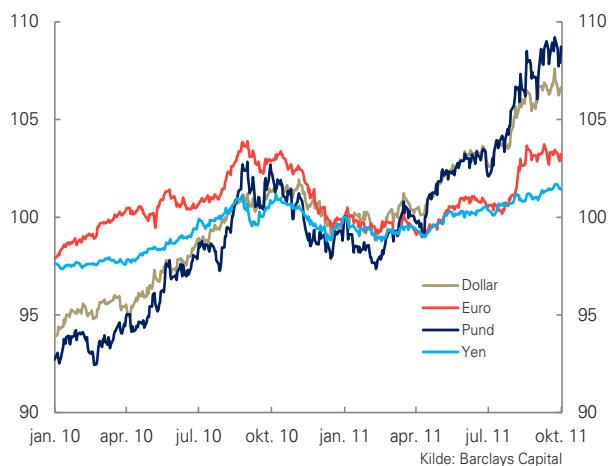
i kvartalet og fikk en avkastning på 3,3 prosent, målt i internasjonal valuta.

Svakest for pantesikrede obligasjoner

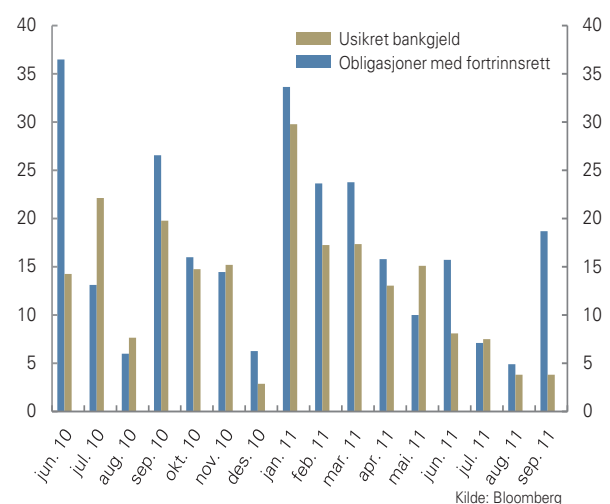
Pantesikrede obligasjoner, som er bankobligasjoner med pant i blant annet boliglån, var sektoren med svakest utvikling, fulgt av selskapsobligasjoner. Avkastningen på pantesikrede obligasjoner var 0,3 prosent, mens selskapsobligasjoner fikk en avkastning på 0,7 prosent, målt i internasjonal valuta.

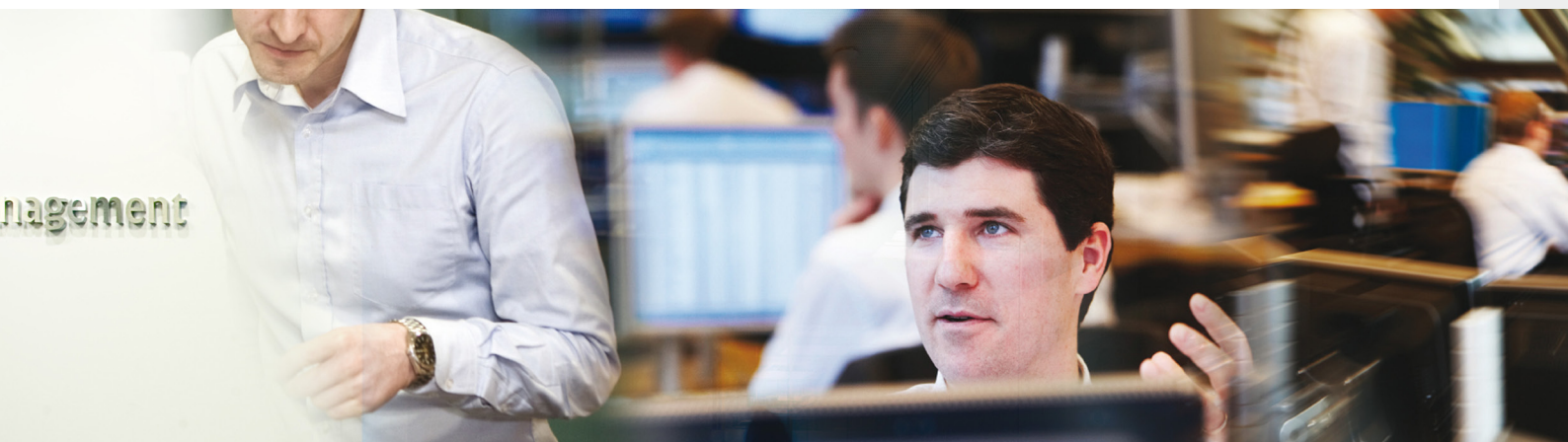
Lavere vekstutsikter og usikkerhet rundt bankenes ekspo-

Figur 2-7 Kursutviklingen for obligasjoner som er utstedt i ulike valutaer, og som inngår i Barclays Global Aggregate-indeksen. Målt i lokal valuta. Indeksert 31.12.2010 = 100



Figur 2-8 Utstedelser av eurodenominerte obligasjoner med fortrinnsrett og usikret bankgjeld. Milliarder euro





nering mot europeisk statsgjeld minsket etterspørselen etter obligasjoner utstedt av europeiske finansinstitusjoner. Fondets eurodenominerte selskapsobligasjoner fikk en avkastning i kvartalet på -2,2 prosent, mens avkastningen på britiske og amerikanske selskapsobligasjoner var på henholdsvis -1,5 prosent og 1,9 prosent, målt i lokale valutaer. Beholdningen av eurodenominerte selskapsobligasjoner utgjorde 8,1 milliarder euro, eller 4,7 prosent av renteinvesteringene, ved utgangen av kvartalet. Av dette var 3,9 milliarder euro obligasjoner som var utstedt av banker.

Globalt ble det utstedt 1 139 milliarder dollar i ny selskapsgjeld i tredje kvartal, mot 1 571 milliarder dollar i andre kvartal, ifølge Dealogic. Finanssektoren sto for 763 milliarder dollar, ned fra 996 milliarder dollar kvartalet før. Obligasjoner utstedt av nasjonale stater utgjorde 107 milliarder dollar, mot 161 milliarder dollar tre måneder tidligere. I Europa falt utste-

delsen av obligasjoner med fortrinnsrett, som tilhører sektoren pantesikrede obligasjoner, til 31 milliarder euro i tredje kvartal fra 42 milliarder euro i andre kvartal. Utstedelser av usikret bankgjeld falt i samme periode 66 prosent til 15 milliarder euro.

Fondets tre største deltagelser i enkeltutstedelser av nye obligasjoner utenom statspapirer var i Swedbank, Kreditanstalt für Wiederaufbau og EU. Fondet reduserte i kvartalet sine investeringer i obligasjoner utstedt av den amerikanske boliglåninstitusjonen Fannie Mae og av den italienske staten, og økte beholdningen av amerikanske og britiske statsobligasjoner.

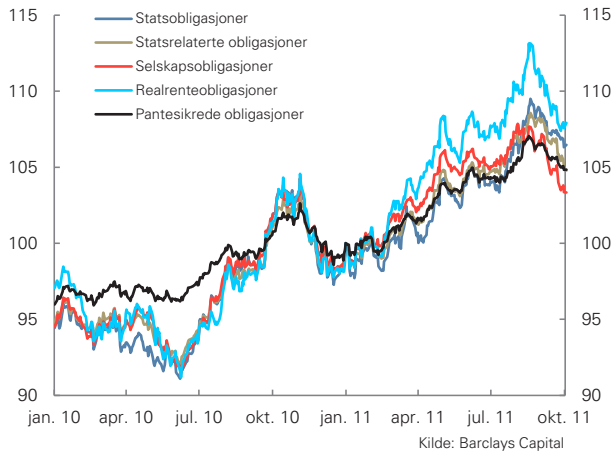
Obligasjonsinvesteringene besto av 7 438 verdipapirer fra 1 455 utstedere ved utgangen av tredje kvartal, mot 7 945 verdipapirer fra 1 508 utstedere tre måneder tidligere.

Tabell 2-4 Fondets obligasjoner per 30. september 2011 fordelt etter kredittvurdering*. Prosent av beholdningen

	Aaa	Aa	A	Baa	Høyere risiko	Totalt
Statsobligasjoner	36,54	8,90	0,10	0,46	0,16	46,16
Statsrelaterte obligasjoner	8,08	3,46	0,71	0,81	0,24	13,31
Realrenteobligasjoner	5,36	2,58	0,00	0,00	0,03	7,96
Selskapsobligasjoner	0,32	2,51	6,76	4,63	0,27	14,49
Pantesikrede obligasjoner	14,22	2,55	0,28	0,48	0,55	18,08
Sum obligasjoner	64,53	19,99	7,85	6,38	1,24	100,00

* Basert på kredittvurdering fra minst ett av kredittvurderingsbyråene Moody's, Standard & Poor's og Fitch.

Figur 2-9 Kursutviklingen i ulike obligasjonssektorer i Barclays Global Aggregate-indeksen. Målt i amerikanske dollar. Indeksert 31.12.2010 = 100



Tabell 2-5 Avkastningen på fondets obligasjoner i tredje kvartal 2011. Fordelt etter sektor. Prosent

Sektor	Avkastning i internasjonal valuta	Andel av rente-beholdningens markedsverdi
Statsobligasjoner	7,00	46,16
Statsrelaterte obligasjoner	3,31	13,31
Realrenteobligasjoner	5,02	7,96
Selskapsobligasjoner	0,73	14,49
Pantesikrede obligasjoner	0,29	18,08

Økende uro rundt statsgjeld i Europa

Verdens myndigheter bekjempet i 2009 den internasjonale finanskrisen og nedgangen i verdensøkonomien med massive tiltakspakker, som bidro til å øke offentlige underskudd og gjeldsnivåer i mange land. Usikkerhet rundt flere europeiske lands evne til å betjene gjelden sin førte til høyere renter og lavere priser på landenes statsgjeld. Renteoppgangen ble merkbart i Hellas høsten 2009 og spredte seg til statsobligasjoner fra Irland, Portugal, Spania og Italia. Uroen rammet også europeiske banker, som var blant de største långiverne til disse landene. Usikkerhet rundt bankenes eksponering mot statsgjelden og eventuelle tap ved mislighold reduserte bankenes vilje til å gi hverandre lån.

I 2010 satte europeiske myndigheter i gang flere tiltak for å dempe uroen i markedet. Blant annet kjøpte den europeiske sentralbanken statsobligasjoner fra enkelte euroland for å bedre likviditeten i markedet og få ned høye statsrenter. I tillegg tilbød sentralbanken flere typer lån til europeiske banker for å bedre deres finansieringsmuligheter. EU og Det internasjonale valutafondet (IMF) etablerte i juni 2010 den europeiske fasiliteten for finansiell stabilitet (EFSF) for å hjelpe euroland med betalingsproblemer og hindre en spredning av krisen. Hel-

las og Irland ble i 2010 de første landene som fikk finansiell støtte, og Portugal fulgte etter i mai 2011.

Redningspakkene dempet noe av uroen i markedet frem til tredje kvartal 2011, da tegn til svakere vekst i verdensøkonomien og frykt for en resesjon på ny økte bekymringene rundt statsfinansene i flere euroland. Rentene på greske, portugisiske, irske, spanske og italienske statsobligasjoner steg til de høyeste nivåene siden euroen ble innført i 1999. Den europeiske sentralbanken begynte i august å kjøpe statsgjeld fra flere av disse landene, og hadde ved utgangen av kvartalet kjøpt statsobligasjoner for rundt 161 milliarder euro siden oppstarten av slike kjøp i mai 2010. Av dette ble om lag 87 milliarder euro kjøpt i tredje kvartal 2011.

Europeiske myndigheter vedtok i juli å utvide EFSFs fullmakter til å kjøpe statsgjeld fra vanskeligstilte euroland og gi land lån for å refinansiere banker. Fra før hadde EFSF fullmakt til å selge obligasjoner for å finansiere redningspakker. Ved utgangen av tredje kvartal hadde 14 av 17 euroland godkjent utvidelsen, som må ratifiseres av alle medlemsland i euroland.

Investeringer i eiendom

Fondet kjøpte i juli 50 prosent av syv eiendommer i og omkring Paris fra AXA Group til 702,5 millioner euro, tilsvarende om lag 5,5 milliarder kroner. Investeringen var fondets andre i fast eiendom, og fulgte kjøpet i april av 25 prosent av The Crown Estates Regent Street-portefølje i London. Regent Street-partnerskapet, som fordeler inntektene og kostnadene i porteføljen med 25 prosent til fondet og 75 prosent til The Crown Estate, kjøpte i tredje kvartal to bygninger ved Regent Street for 28 millioner pund, tilsvarende om lag 254 millioner kroner.

Fondets eiendomsinvesteringer fikk en avkastning på -0,1 prosent i tredje kvartal, målt i internasjonal valuta. Det negative resultatet skyldtes kostnader på 23 millioner euro i forbindelse med transaksjonen i Frankrike, som overgikk leieinntektene fra eiendommene i London og Paris. Målt i lokal valuta var avkastningen på London-investeringen 1,2 prosent i kvartalet, mens investeringen i Paris fikk en avkastning på -2,6 prosent.

Eiendomsinvesteringene til fondet skal verdivurderes eksternt minst én gang i året, i henhold til forvaltningsmandatet fra Finansdepartementet. I tillegg vil NBIM hvert kvartal vurdere behovet for å justere verdien av eiendomsinvesteringene. For nye investeringer vil normalt kjøpsprisen anses som beste anslag på virkelig verdi i en periode etter gjennomføringen av kjøpet, med mindre utviklingen i markedet eller andre forhold skulle tilsa en vesentlig endring i verdien. I tredje kvartal ble kjøpsprisen opprettholdt som beste anslag på verdien av fondets eiendomsinvesteringer.

Datterselskap i Luxembourg

Over tid skal inntil 5 prosent av fondet investeres i eiendom, gjennom en tilsvarende reduksjon i renteinvesteringene. Nye investeringer skal ikke utgjøre mer enn 2 prosent av fondet årlig i innfasingsperioden, og vil hovedsakelig skje i velutviklede markeder og innenfor tradisjonelle eiendomstyper som kontorbygg og butikker. I startfasen vil NBIM se etter investeringsmuligheter i de største europeiske markedene, og med partnere som har god kjennskap til et spesifikt marked. Steget inn i denne aktivaklassen skal spre fondets investeringer og risiko og bidra til en god avkastning over tid.

De fleste eiendomsinvesteringer er i private markeder, i motsetning til investeringer i børsnoterte aksjer og obligasjoner. Risikoen knyttet til børsnoterte aksjer og obligasjoner er normalt begrenset til det investerte beløpet, mens investeringer

i eiendom medfører risiko for tap utover beløpet. En eier kan, for eksempel, bli saksøkt for et større beløp enn det investerte som følge av en tvist med en leietaker eller nabo, eller holdes til ansvar for uhell eller skader på en eiendom. Norges Bank vil som regel foreta eiendomsinvesteringer gjennom datterselskaper, slik at det økonomiske ansvaret begrenses til kapitalen i et datterselskap. Dette er i tråd med markedspraksis, og støtter Norges Banks mål om å oppnå høyest mulig avkastning og sikre fondets verdier gjennom en betryggende risikostyring.

Norges Bank opprettet i tredje kvartal datterselskapet NBIM S.à r.l. i Luxembourg, som en base for fondets eiendomsinvesteringer i fastlands-Europa. De fleste av investeringene i regionen vil skje gjennom datterselskapet, slik at NBIM S.à r.l får eierinteresser i selskaper som direkte eller indirekte er investert i eiendom. Luxembourg-selskapets oppgaver vil også omfatte regnskapsføring, bokføring og overføring av leieinntekter til Norges Bank.

Luxembourg brukes ofte som base av internasjonale eiendomsinvestorer. I tillegg til å være sentralt plassert i Europa har landet forutsigbare og solide juridiske rammebetingelser og skatteregler. Skattebelastningen i landet er moderat ved at det er en lav andel av bruttoinntektene som blir beskattet. Luxembourg har i tillegg et godt utbygd traktatnettverk som skal hindre at investorer får dobbelbeskatning ved investeringer i land Luxembourg har skatteavtaler med.

For mer informasjon om fondets eiendomsinvesteringer, se note 5 i regnskapet.

Fondets relative avkastning

Avkastningen på fondets aksje- og renteinvesteringer sammenlignes med avkastningen til globale referanseindekser for aksjer og obligasjoner, som er utarbeidet av henholdsvis FTSE Group og Barclays Capital. I tredje kvartal var avkastningen på aksje- og renteinvesteringene 0,3 prosentpoeng lavere enn referanseindeksenes avkastning. Det var det sjette svakeste kvartalet noensinne for fondets relative avkastning.

Avkastningen på fondets aksjeinvesteringer var 0,5 prosentpoeng under referanseindeksens avkastning i kvartalet. Om lag 85 prosent av mindreakkastningen kom fra internt forvaltede investeringer, mens resten var fra eksternt forvaltede investeringer. Innenfor de ulike aksjesektorene var avkastningen på investeringer i materialsektoren, som blant annet består av metall-, gjødsel- og kjemikalieprodusenter, mest negativ i forhold til referanseindeksen. Til gjengjeld var avkastningen på investeringer i teknologiselskaper høyere enn i referanseindeksen. Blant de ulike landene fondet investeres i, var avkastningen på aksjer i USA og Storbritannia mest negativ i forhold til referanseindeksen, mens spanske og australske aksjer fikk en bedre avkastning enn referanseindeksen.

Avkastningen på fondets renteinvesteringer var lik referanseindeksens avkastning i kvartalet. Eksternt forvaltede investeringer, som utgjorde 0,6 prosent av fondets renteinvesteringer, fikk en lavere avkastning enn referanseindeksen. Dette ble oppveid av en høyere avkastning enn referanseindeksen for internt forvaltede investeringer.

Fondets investeringer kan være overvektet eller undervektet i forhold til referanseindeksene som Finansdepartementet har fastsatt. Det vil si at fondet kan ha mer eller mindre av visse typer aksjer eller obligasjoner enn referanseindeksene, som følge av NBIMs aktive forvaltning. I tredje kvartal var fondets aksjeinvesteringer mest overvektet i industrisektoren og mest undervektet i telekommunikasjonssektoren. Av fondets renteinvesteringer var overvekten størst i obligasjoner med fortrinnsrett, mens undervekten var størst i statsobligasjoner.

Totalt 5,8 prosent av fondets midler var forvaltet av eksterne institusjoner ved utgangen av kvartalet, mot 6,8 prosent ved inngangen til kvartalet. Av dette var 170 milliarder kroner aksjeinvesteringer og 8 milliarder kroner renteinvesteringer.

Tabell 2-6 Bidraget fra forvaltningsområdene til fondets meravkastning i tredje kvartal 2011. Prosentpoeng

	Ekstern forvaltning	Intern forvaltning	Totalt
Aksjeforvaltningen	-0,05	-0,28	-0,33
Renteforvaltningen	-0,03	0,03	-0,00
Totalt	-0,08	-0,25	-0,33

Måling av relativ avkastning

Avkastningen på fondets aksje- og renteinvesteringer sammenlignes med avkastningen til globale referanseindekser for aksjer og obligasjoner. Forskjellen betegnes som fondets relative avkastning. Så lenge fondets eiendomsinvesteringer er i en oppbyggingsfase, vil det gi lite mening å sammenligne dem med en eiendomsindeks. NBIM oppgir derfor den relative avkastningen kun på fondets aksje- og renteinvesteringer.

Store svingninger i markedene

Svingningene i aksje- og rentemarkedene økte kraftig i tredje kvartal, drevet av tegn til svakere vekst i verdensøkonomien og frykt for en forverring av den europeiske statsgjeldskrisen.

VIX-indeksen, som måler forventede svingninger i det amerikanske aksjemarkedet, steg til 43 prosent ved utgangen av kvartalet fra 16,5 prosent ved inngangen til kvartalet. Den nådde 8. august en kvartalstopp på 48 prosent, som var det høyeste nivået siden mars 2009, etter at kredittvurderingsbyrået Standard & Poor's nedgraderte USAs gjeld til AA+ fra AAA. indeksen falt noe tilbake etter at den europeiske sentralbanken i august begynte å kjøpe statsobligasjoner fra land som Spania og Italia for å stanse en stigning i landenes statsrenter. indeksen iTraxx Europe, som måler risikonivået i det europeiske rentemarkedet, steg i løpet av kvartalet til 2 prosent fra 1,1 prosent.

Finansdepartementet har satt grenser for hvor store avvik fra referanseindeksene NBIM kan ha i forvaltningen av fondets aksje- og renteinvesteringer. Forventet relativ volatilitet legger en begrensning på hvor mye avkastningen på investeringene kan forventes å avvike fra avkastningen til referanseindeksene. Forvaltningen skal legges opp med sikte på at den forventede relative volatiliteten ikke skal overstige 1 prosentpoeng. Ved utgangen av tredje kvartal utgjorde den 0,5 prosentpoeng, opp fra 0,4 prosentpoeng tre måneder tidligere.

Aksje- og renteinvesteringenes forventede absolutte volatilitet, beregnet ved det statistiske målet standardavvik,

braker historisk prisutvikling for å anslå hvor store svingninger vi kan vente i investeringenes årlige avkastning. Ved utgangen av kvartalet var den forventede volatiliteten på 11,7 prosent, eller om lag 355 milliarder kroner, mot 12,5 prosent ved inngangen til kvartalet.

For mer informasjon om fondets investeringsrisiko, se note 7 i regnskapsrapporteringen.

Indeksene VIX og iTraxx

VIX-indeksen angir forventede svingninger i aksjekursene i det amerikanske aksjemarkedet de neste 30 dagene. Svingningene beregnes av Chicago Board Options Exchange ut fra prisene på en rekke kjøps- og salgsoptjoner i aksjeindeksen S&P 500. VIX-indeksen stiger når svingningene i aksjemarkedet forventes å øke.

iTraxx-indeksen måler prisen på å forsikre posisjoner i det europeiske obligasjonsmarkedet. indeksen stiger typisk når investorenes tillit faller og behovet for sikring øker. Det finnes flere iTraxx-indeks. En av de mest brukte er iTraxx Europe, som består av 125 europeiske selskaper med en kredittvurdering på minst Baa3 (høy kredittvurdering). indeksen viser den gjennomsnittlige likevektede kredittforsikringspremien for selskapene.

Tabell 2-7 Risiko og eksponering for fondet

Risiko	Grenser	Faktisk	
		30.9.2011	30.6.2011
Grenser fastsatt av Finansdepartementet			
Aktivfordeling	Aksjer 50–70% av fondet*	55,6	60,5
	Eiendom 0–5% av fondet	0,3	0,1
Grenser fastsatt av hovedstyret i Norges Bank			
Aktivfordeling	Aksjer 50–70% av fondet*	56,0	60,5
	Obligasjoner 30–50% av fondet	44,0	39,4
	Eiendom 0–7,5% av fondet	0,3	0,1
Motpartsrisiko	Maksimalt 0,75% for en enkelt motpart	0,2	0,1

*Grensen for aktivfordeling fastsatt av Finansdepartementet beregnes ut fra markedsverdien av alle verdipapirer i aksjeholdningen ved utgangen av kvartalet. Grensen fastsatt av hovedstyret har samme grunnlag, unntatt for derivater, der den fulle underliggende verdien benyttes. Derfor kan tallet for faktisk aksjeandel noen ganger avvike.

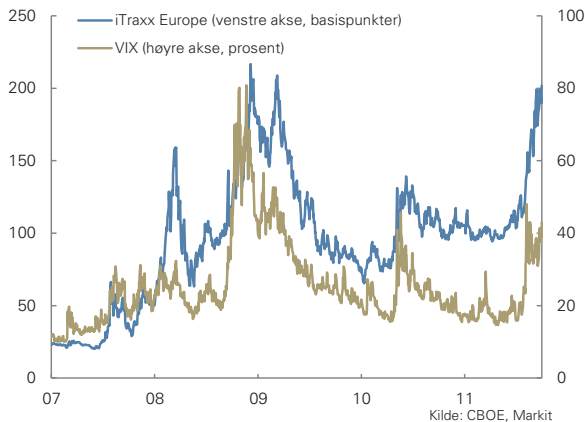
Tabell 2-8 Risiko og eksponering for fondets aksje- og renteinvesteringer

Risiko	Grenser	Faktisk	
		30.9.2011	30.6.2011
Grenser fastsatt av Finansdepartementet			
Markedsrisiko	1 prosentpoeng forventet relativ volatilitet	0,5	0,4
Kredittrisiko	Inntil 3% av renteinvesteringene kan ha lavere kredittvurdering enn kategori Baa3/BBB-	1,2	1,2
Høyeste eierandel	Maksimalt 10% av stemmeberettigede aksjer i et børsnotert selskap	9,5	9,5
Grenser fastsatt av hovedstyret i Norges Bank			
Kredittrisiko	En enkelt utsteder av obligasjoner med lavere kredittvurdering enn kategori Baa3/BBB- kan maksimalt utgjøre 1% av renteinvesteringene	0,2	0,3
Sammenfall mellom faktiske investeringer og referanseindeksen	Aksjer minimum 60%	84,5	83,0
	Obligasjonsutstedere minimum 60%	76,9	79,3
Likviditetskrav	Minst 10% i statsobligasjoner utstedt av USA, Storbritannia, Tyskland, Frankrike, Italia, Nederland og Japan	16,5	13,9
Belåning	Maksimalt 5% av aksje- og renteinvesteringene	0,0	0,0
Verdipapirlån	Maksimalt 35% av aksje- og renteinvesteringene	13,8	16,3
Utstedelse av opsjoner	Maksimalt 2,5% av aksje- og renteinvesteringene	0,5	0,5
Innlån av verdipapirer gjennom låneprogrammer	Maksimalt 5% av aksje- og renteinvesteringene	0,0	0,0
Investering i ett enkelt aksjeselskap	Maksimalt 1% av aksje- og renteinvesteringene	0,8	0,7
Midler forvaltet av en enkelt ekstern forvaltningsorganisasjon	Maksimalt 1% av aksje- og renteinvesteringene	0,6	0,7

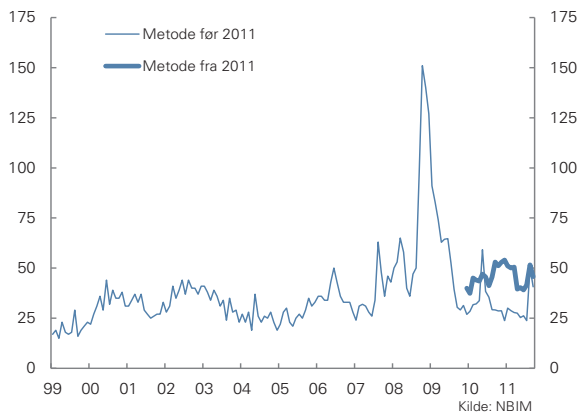
Tabell 2-9 Risiko og eksponering for fondets eiendomsinvesteringer

Risiko	Grenser	Faktisk	
		30.09.2011	30.06.2011
Grenser fastsatt av Finansdepartementet			
Landfordeling	Frankrike, Storbritannia og Tyskland: Ingen grense	100,0	100,0
	Andre land: Inntil 25% av eiendomsinvesteringene	0,0	0,0
Sektorfordeling	Kontorbygg 0-100% av eiendomsinvesteringene	51,8	37,0
	Detaljhandel 0-100% av eiendomsinvesteringene	46,7	61,0
	Bolig 0-25% av eiendomsinvesteringene	0,7	1,0
	Industri 0-25% av eiendomsinvesteringene	0,0	0,0
	Øvrig eiendom 0-25% av eiendomsinvesteringene	0,8	1,0
Grenser fastsatt av hovedstyret i Norges Bank			
Investeringer i eiendom under utvikling	Maksimalt 20% av eiendomsinvesteringene	1,6	3,7
Investeringer i eiendom som ikke er utleid	Maksimalt 25% av eiendomsinvesteringene	4,2	4,0
Investeringer i rentebærende instrumenter	Maksimalt 20% av eiendomsinvesteringene, men ikke over 5 milliarder kroner	0,0	0,0
Investeringer i noterte eiendomsaksjer	Maksimalt 20% av eiendomsinvesteringene, men ikke over 5 milliarder kroner	0,0	0,0
Gjeldsgrad	Maksimalt 50% av eiendomsinvesteringene	0,0	0,0
	Maksimalt 70% for hver investering	0,0	0,0
Midler forvaltet av en enkelt ekstern forvaltningsorganisasjon	Maksimalt 15% av eiendomsinvesteringene, men ikke over 5 milliarder kroner	0,0	0,0

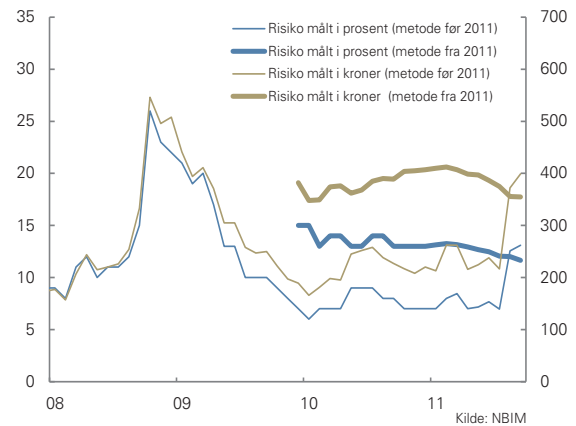
Figur 2-10 Forventet risiko i aksjemarkedet (VIX-indeksen) og i rentemarkedet (iTraxx-indeksen)



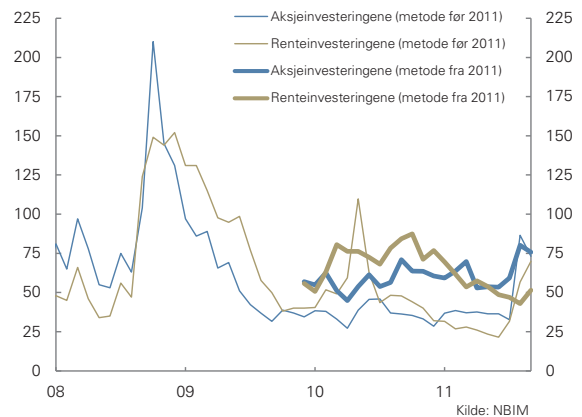
Figur 2-12 Forventet relativ volatilitet for fondet eksklusive eiendom. Basispunkter



Figur 2-11 Forventet absolutt volatilitet for fondet eksklusive eiendom. Prosent (venstre akse) og milliarder kroner (høyre akse)



Figur 2-13 Forventet relativ volatilitet for fondets aksje- og renteinvesteringer. Basispunkter



Beregning av forventet volatilitet

Forventede svingninger i verdien av fondets aksje- og renteinvesteringer måles ved hjelp av det statistiske måltallet forventet volatilitet. Fra 1. januar 2011 er beregningsmetoden for forventet volatilitet endret slik at den er bedre tilpasset fondets langsiktige investeringsperspektiv. Frem til utgangen av 2010 var forventet volatilitet beregnet med utgangspunkt i daglige historiske prisobservasjoner i aksje- og rentemarkedene, der observasjonene de seneste dagene ble tillagt større vekt enn observasjonene lenger tilbake i tid. Det førte til at kortsiktige endringer i markedsforholdene raskt og sterkt slo ut på den forventede volatiliteten

for fondets aksje- og renteinvesteringer. Den nye metoden beregner volatiliteten basert på ukentlige priser og med tre års prishistorikk, slik at følsomheten for kortvarig markedsuro blir mindre. På denne måten vil endringer i forventet volatilitet i større grad være et resultat av endringer i fondets investeringer og i mindre grad være et resultat av om markedene generelt er inne i en periode med store eller små avkastningsvariasjoner. NBIM vil i en periode rapportere om forventet relative volatilitet og forventet absolutte volatilitet for fondet ved bruk av begge metodene.



Ansvarlige investeringer og eierskapsutøvelse

Som en langsiktig investor i mer enn 8 000 selskaper arbeider NBIM for å utvikle gode standarder for selskapsstyring. Vi søker også å påvirke selskaper til å ta ansvar for å forbedre sosiale og miljømessige forhold som kan ha negativ virkning på deres virksomhet, og følgelig for fondets investeringer.

Vi bruker en rekke forskjellige virkemidler og strategier for å oppnå disse målene. Blant annet har vi dialog med selskaper fondet investeres i, tilsynsmyndigheter og andre investorer. I tillegg stemmer vi på aksjonærmøter, fremlegger aksjonærforslag og deltar i åpne konsultasjoner om miljømessige, sosiale og selskapsstyringsforhold.

I tredje kvartal tok NBIM del i en åpen høring ledet av EU-kommisjonen om mulige endringer i rammeverket for selskapsstyring i EU. NBIM fremholdt at aksjonærer er ansvarlige for å føre tilsyn med styrets selskapsstyring. Vi påpekte at et slikt tilsyn bør støttes av mer transparent, standardisert og håndhevbar lovgivning om selskapsstyring i Europa. Vi ba om mer åpenhet rundt styremedlemmers kvalifikasjoner, og støttet utviklingen av et system for bedre overvåking av hvordan selskaper forholder seg til standarder for selskapsstyring.

Som del av World Water Week i Stockholm i august, ledet NBIM et seminar om fordelene ved at selskaper rapporterer om risikoene ved begrensede og forurensede vannressurser. Vi la frem en analyse som viste i hvilken grad 432 selskaper som fondet har investert i, innfridde ni kriterier for rapportering om vannforvaltning i 2010. Selskapene som ble vurdert, fikk i gjennomsnitt 2,7 av maksimalt 9 poeng. Totalt 131

selskaper fikk 0 poeng, og kun 10 selskaper fikk toppkarakter. Altfor få selskaper ga nok informasjon om vann som en risikofaktor, særlig i sine leverandørkjeder. Rapportering om slik risiko vil bli stadig viktigere for investorer, ettersom manglende tilgang til rent vann blir et problem for et økende antall selskaper.

NBIMs mål om å oppnå en god langsiktig avkastning er avhengig av bærekraftig utvikling i økonomisk, miljømessig og sosial forstand i landene og selskapene fondet investeres i.

Ved å fremme ansvarlig investeringspraksis i fondets forvaltning kan vi bidra til slik utvikling. Blant annet utfører vi analyser av de miljømessige, samfunnsmessige og selskapsstyringsrisikoene som finnes i selskapene og markedene vi investerer i. Analysene kan avdekke forhold som vi vil søke å endre gjennom stemmegivning eller dialog med ledelsen i et selskap.

NBIM etablerte i kvartalet en database med informasjon om slike forhold i om lag 4 000 av de største selskapene fondet investeres i. Databasen med informasjon fra interne og eksterne kilder vedlikeholdes av NBIMs avdeling for eierskapsutøvelse. Den er til bruk for hele organisasjonen, særlig fondets porteføljeforvaltere og investeringsanalytikere. Formålet er å ha lett tilgjengelig informasjon som kan brukes i investeringsbeslutninger.

Norges Bank og 14 andre institusjonelle investorer gikk i kvartalet sammen om å fremme et krav i en distriktsdomstol



i USA mot Countrywide Financial Corporation, tre av selskaps tidligere direktører, og KPMG, som var Countrywides revisor. Countrywide var tidligere USAs største utlåner til boligsektoren. Saken bygger på at Countrywide offentlig fremstilte seg som et selskap som i hovedsak tilrettela og garanterte for boliglån av høy kvalitet og som fulgte beste utlånspraksis, mens det i realiteten skjulte en uansvarlig utlånspraksis uten forsvarlige standarder for ytelse av lån og garantier. Selskapet skjulte i tillegg omfanget av den reelle kredittrisikoen som det tok. På bakgrunn av feilaktig informasjon til markedet ble Countrywides aksjer omsatt til kunstig høye priser i perioden fra mars 2004 til mars 2008. I kravet som er fremsatt søkes det erstatning for tapene Norges Bank og de øvrige investorene som deltar i saken ble påført som kjøpere av Countrywide-aksjer i den aktuelle perioden. Norges Bank har sammen med de andre investorene søkt å komme til enighet med Countrywide før saken ble fremmet for domstolene, uten å lykkes.

Operasjonell risikostyring og internkontroll

NBIM arbeider kontinuerlig for å identifisere og redusere operasjonell risiko som kan føre til finansielle tap eller tap av omdømme. Organisasjonen iverksetter tiltak for å redusere risikonivået når det er utenfor rammene som er fastsatt av Norges Banks hovedstyre. Risikoreduserende tiltak og intern kontroll følges opp for å sikre et akseptabelt risikonivå.

NBIM anslår hvert kvartal hvor store tap eller gevinster organisasjonen vil kunne få de neste fire kvartalene som følge av uønskede hendelser. Anslaget baseres på hendelser som har inntruffet, og mulige hendelser som kan inntreffe, og representerer NBIMs beregnede risikoeksponering.

Norges Banks hovedstyre har fastsatt at det i løpet av en tolv måneders periode skal være mindre enn 20 prosent sannsynlighet for at uønskede hendelser samlet sett vil føre til 500 millioner kroner eller mer i tap eller gevinster. Denne grensen betegnes som styrets risikotoleranse. I tredje kvartal ble det registrert 31 uønskede hendelser i NBIM med et anslått finansielt tap på totalt 0,4 millioner kroner. Ingen av hendelsene medførte en finansiell gevinst. NBIMs risikoeksponering var godt innenfor hovedstyrets risikotoleranse ved utgangen av kvartalet.

Finansdepartementet har satt omfattende regler for fondets forvaltning. Det ble ikke avdekket noen vesentlige brudd på disse retningslinjene i tredje kvartal. NBIM mottok i samme periode ingen varsel om vesentlige brudd på markedsreguleringer eller annen generell lovgivning fra eksterne tilsynsmyndigheter.

Financial reporting

Norges Bank's interim financial report, which only encompass the interim financial reporting of the investment portfolio for the Government Pension Fund Global, were approved by Norges Bank's Executive Board on 19 October 2011. These accounts and an excerpt from Norges Bank's accounting policies are reproduced below.

Income statements

<i>Figures in NOK million</i>	Note	Q3 2011	Q3 2010	year-to-date 30.09.2011	year-to-date 30.09.2010	2010
Profit/loss on the portfolio excluding gains/losses on foreign exchange						
Interest income on deposits in foreign banks		109	105	352	203	377
Interest income, lending associated with reverse repurchase agreements		323	9	810	138	350
Net income/expenses and gains/losses from:						
- Equities and units		-332 374	165 512	-294 885	67 259	207 070
- Bonds and other fixed income instruments		51 737	36 625	76 866	86 422	60 316
- Financial derivatives		-3 696	-2 829	-3 593	-6 259	-3 552
- Financial assets real estate		50	-	-102	-	-
- Investment properties		-89	-	-89	-	-
Share of the profit/loss in jointly controlled entities, real estate		-56	-	-56	-	-
Interest expense repurchase agreements		-336	-34	-910	-218	-574
Other interest expense		-15	-12	-111	-74	-105
Other expenses		85	-116	74	- 59	-9
Profit/loss on the portfolio before gains/losses on foreign exchange		-284 262	199 260	-221 644	147 412	263 873
Gains/losses on foreign exchange		149 985	-132 154	29 812	16 949	-8 498
Profit/loss on the portfolio		-134 277	67 106	-191 832	164 361	255 375
Management fee	3	-689	-713	- 1 934	- 2 117	-2 959
Profit/loss for the period		-134 966	66 393	-193 766	162 244	252 416

Statements of comprehensive income

<i>Figures in NOK million</i>	Note	Q3 2011	Q3 2010	year-to-date 30.09.2011	year-to-date 30.09.2010	2010
Profit/loss for the period		- 134 966	66 393	- 193 766	162 244	252 416
Translation reserve arising from consolidation of foreign subsidiaries		- 8	-	- 6	-	-
Total comprehensive income		- 134 974	66 393	- 193 772	162 244	252 416

Balance sheets

<i>Figures in NOK million</i>	Note	30.09.2011	31.12.2010	30.09.2010
ASSETS				
Financial assets				
Foreign bank deposits		6 278	6 303	7 161
Lending associated with reverse repurchase agreements		276 942	255 501	216 825
Unsettled trades		107 746	4 864	52 468
Equities and units	4	1 509 525	1 733 378	1 591 230
Equities lent	4	205 740	162 483	168 394
Bonds and other fixed income instruments	4	1 174 780	1 038 793	1 018 576
Bonds lent	4	173 793	215 090	202 390
Financial derivatives	4	3 078	3 068	3 658
Financial assets real estate	4, 5, 6	4 198	-	-
Jointly controlled entities, real estate	2, 5, 6	2 636	-	-
Other financial assets		34 670	1 358	22 204
Total financial assets	6,7	3 499 386	3 420 838	3 282 906
Non financial assets				
Investment properties	2, 5, 6	2 915	-	-
Other assets		3	-	-
Total non financial assets		2 918	-	-
TOTAL ASSETS		3 502 304		
LIABILITIES AND OWNER'S CAPITAL				
FINANCIAL LIABILITIES				
Short-term borrowing		9 897	2 939	4 964
Borrowing associated with repurchase agreements		134 232	132 992	118 932
Cash collateral received		168 893	172 309	168 290
Unsettled trades		64 996	20 358	53 899
Short-sale bonds	4	36 448	809	867
Financial derivatives	4	9 685	9 372	13 908
Other liabilities		23 399	4 639	14 091
Management fee payable		1 934	2 959	2 117
Total financial liabilities	6,7	449 484	346 377	377 068
Owner's capital		3 052 820	3 074 461	2 905 838
Total liabilities and owner's capital		3 502 304	3 420 838	3 282 906

Statements of Cash Flows

<i>Figures in NOK million</i>	year-to-date 30.09.2011	2010	year-to-date 30.09.2010
Operating activities			
Interest received in connection with deposits in foreign banks	387	377	203
Net cash inflow/outflow received in connection with reverse repurchase agreements	-14 999	-57 392	-22 010
Net cash inflow/outflow from purchases and sales of equities and units	-135 091	-70 201	-56 935
Net cash inflow/outflow from purchases and sales of bonds and other fixed income instruments	-46 629	-180 835	-80 193
Net cash inflow/outflow related to acquisition of financial assets real estate	-4 379	-	-
Net cash inflow/outflow related to acquisition of investment properties	-3 030	-	-
Net cash inflow/outflow related to acquisition of jointly controlled entities, real estate	-2 692	-	-
Net cash inflow/outflow from financial derivatives	-4 894	-1 433	42
Dividends received from investments in equities and units	40 067	41 257	32 688
Interest received from bonds and other fixed income instruments	37 178	45 752	35 807
Fees received in connection with equity and bond lending	1 774	1 676	1 320
Net cash received/paid from investments in financial assets real estate	80	-	-
Interest paid on short-term bank loans	-1 091	-209	-64
Net cash inflow/outflow in connection with repurchase agreements	-24 644	23 742	-14 575
Cash collateral received/paid in connection with securities lending, derivatives and REPOs	-3 416	17 773	13 754
Cash inflows/outflows related to other financial assets and other financial liabilities	19 012	1 112	10 095
Cash outflows other expenses	-112	-29	-166
Management fee paid to Norges Bank	-2 959	-3 228	-3 228
Net cash outflow from operating activities	-145 438	-181 640	-83 262
Financing activities			
Inflow from the Norwegian Government*	138 275	185 230	85 909
Net cash inflow from financing activities	138 275	185 230	85 909
Net change in cash and cash equivalents			
Cash and cash equivalents at the beginning of the year	3 363	-1 594	-1 594
Net cash payments during the period	-7 163	3 590	2 647
Gains/losses on foreign exchange on cash and cash equivalents	181	1 367	1 144
Cash and cash equivalents at the end of the reporting period*	-3 619	3 363	2 197
Cash and cash equivalents consist of:			
Foreign bank deposits	6 278	6 303	7 161
Short-term borrowing	-9 897	-2 939	-4 964
Total	-3 619	3 363	2 197

*The inflow includes only the cash transfers that have settled during the period. Inflows in the statement of changes in owner's capital are based on accrued inflows.

Statements of changes in owner's capital

<i>Figures in NOK million</i>	Inflows from owner	Retained earnings	Translation reserve foreign subsidiaries	Deposits in krone account
1 January 2011	2 504 711	569 750	0	3 074 461
Total comprehensive income		- 193 766	-6	- 193 772
Inflows during the period*	172 131	-	-	172 131
30 September 2011	2 676 842	375 984	-6	3 052 820
1 January 2010	2 319 481	317 334	0	2 636 815
Total comprehensive income		162 244	-	162 244
Inflows during the period	106 779	-	-	106 779
30 September 2011	2 426 260	479 578	0	2 905 838

*Out of the total inflows to the kroner account of the Government Pension Fund Global in the first nine months of 2011, NOK 3 billion were used to pay the 2010 accrued management fee to Norges Bank and NOK 169 billion was transferred into the investment portfolio.

Note 1 Accounting Policies

1.1 Basis of Accounting

Norges Bank prepares quarterly financial statements covering only the financial reporting for the investment portfolio of the Government Pension Fund Global for the accounting periods ending 31 March, 30 June and 30 September. Subsidiaries are established exclusively to make investments as a part of Norges Bank's management of the investment portfolio, and therefore only consolidated financial statements are prepared for the investment portfolio of the Government Pension Fund Global. This financial reporting is a part of Norges Bank's financial statements. The financial reporting for the investment portfolio of the Government Pension Fund Global is prepared in accordance with International Financial Reporting Standards (IFRS) as endorsed by the EU. The financial statements are presented in Norwegian kroner (NOK) and rounded to the nearest million. The interim financial statements for Norges Bank, which consist only of the financial reporting of the investment portfolio of the Government Pension Fund Global, are prepared in accordance with IAS 34 Interim Financial Reporting.

The quarterly financial reporting is prepared using the same accounting policies and calculation methods as used for the quarterly financial reporting as of 31 March 2011. Norges Bank's financial reporting for the investment portfolio as of 31 March 2011 was the first reporting prepared in accordance with IFRS. A presentation of these accounting policies can be found in the quarterly report for the Government Pension Fund Global for the first quarter 2011. This report should also be read in conjunction with Norges Bank's Annual Report for 2010.

1.2 Investment Property

Investment properties are recognised for the first time in the investment portfolio's balance sheet as of 30 September 2011. This section, therefore, describes the newly adopted accounting principles for investment property. Properties held for the purpose of earning rental income or capital appreciation within the real estate asset class are accounted for as investment property in the investment portfolio's balance sheet. At initial recognition investment properties are measured at acquisition cost plus direct transaction costs.

1.2.1 Subsequent measurement of Investment Property

Investment property is measured at fair value at the reporting dates after initial recognition. Fair value is the estimated amount an asset can be sold for in an arm's length transaction between well-informed, willing parties, and is determined without deduction for transaction costs that will be incurred with a sale or other disposal. External appraisals and valuations are obtained as the primary basis for the determination of fair value. Both the external valuers and internal experts use established models and methods when establishing the fair value. See notes 2 and 6 for further information about fair value measurement. Fair value changes for properties classified as investment property in the balance sheet of the investment portfolio are presented as Net income/expenses – gains/losses from investment properties in the investment portfolio's income statement.

1.3 Jointly controlled entities and jointly controlled assets

Jointly controlled entities and assets are recognised for the first time in the investment portfolio's balance sheet as of 30 September 2011. This section, therefore, describes the newly adopted accounting principles for jointly controlled entities and jointly controlled assets. Jointly controlled entities and jointly controlled assets are investments where subsidiaries, established as part of the management of the investment portfolio of the Government Pension Fund Global, through an agreement with a counterparty have joint control over the entity's strategic, financial and operational decisions, or comparable decisions related to the asset.

Jointly controlled entities are accounted for using the equity method. Initial recognition upon acquisition consists of the purchase price plus directly attributable transaction costs. Investments in such entities are presented as Investments in jointly controlled entities, real estate. All jointly controlled entities report to Norges Bank using the accounting policies of Norges Bank, including the measurement of investment properties owned by jointly controlled entities at fair value.

In subsequent reporting periods, the investment portfolio's share of changes in equity capital adjusted for dividends received and any amortisation of goodwill is attributed to the investment. The investment portfolio's share of the period's result is presented as Share of the profit/loss in jointly controlled entities, real estate.

Jointly controlled assets are recognised in the financial statements using proportionate consolidation. Initial recognition upon acquisition consists of the purchase price plus directly attributable transaction costs. Proportionate consolidation implies that the investment portfolio recognises its proportionate share of the assets, liabilities, income and expenses based on their nature. Jointly controlled assets consist primarily of investment property (see 1.2 above). Income and expenses from investment property operations are presented as Net income/expenses and gains/losses from Investment properties.

1.4. IASB final standards with implementation dates after 2011

IFRS 10 Consolidated Financial Statements

IFRS 10 *Consolidated Financial Statements* (IFRS 10) supersedes IAS 27 *Consolidation and Separate Financial Statements* and SIC-12 *Consolidation – Special Purpose Entities*. IFRS 10 establishes principles for the presentation and preparation of consolidated financial statements when an entity controls one or more other entities. IFRS 10 requires a parent entity (an entity that controls one or more other entities) to present consolidated financial statements; defines the principle of control, and establishes control as the basis for consolidation; sets out how to apply the principle of control to identify whether an investor controls an investee and therefore must consolidate the investee and sets out the accounting requirements for the preparation of consolidated financial statements.

IFRS 10 is effective for annual periods beginning on or after 1 January 2013 with earlier application permitted if adopted as part of the "package of five" standards issued by the International Accounting Standards Board (IASB) in May 2011. The standards which, if early adopted, must all be early adopted at the same time are IFRS 10 *Consolidation and Separate Financial Statements*, IFRS 11 *Joint Arrangements*, IFRS 12 *Disclosure of Interests in Other Entities*, IAS 27 *Separate*

Financial Statements (as amended in 2011), and IAS 28 *Investments in Associates and Joint Ventures (as amended in 2011)*.

Norges Bank does not anticipate that the adoption of IFRS 10 will have a significant impact on the consolidated financial statements for the investment portfolio of the Government Pension Fund Global. Norges Bank anticipates adopting IFRS 10 as of 1 January 2013.

IFRS 11 Joint Arrangements

IFRS 11 *Joint Arrangements* (IFRS 11) superseded SIC-13 *Jointly controlled Entities –Non-Monetary Contributions by Venturers*. A joint arrangement is an arrangement of which two or more parties have joint control, and has the following characteristics, that the parties are bound by a contractual arrangement and the contractual arrangement gives two or more of those parties joint control of the arrangement. A joint arrangement is either a joint operation (the parties that have joint control of the arrangement have rights to the assets, and obligations for the liabilities) or a joint venture (the parties that have joint control of the arrangement have rights to the net assets). IFRS 11 has two methods, but clearly specifies when each method must be used, as opposed to the current approach of choice of accounting method. Jointly controlled entities are required to use the equity method as described in IAS 28 *Investments in Associates and Joint Ventures (as revised in 2011)*, unless the fair value option for investment entities is adopted.

IFRS 11 is effective for annual periods beginning on or after 1 January 2013 with earlier application permitted if adopted as part of the “package of five” standards issued by the IASB in May 2011. See above under IFRS 10 for a list of these five standards.

Norges Bank is evaluating the impact of adopting IFRS 11 on the financial reporting of the investment portfolio of the Government Pension Fund Global and anticipates adopting IFRS 11 as of 1 January 2013. Based on the new approved standard significant effects of adopting the standard are not envisaged for Norges Bank. On the other hand the final wording of the exception for investment entities may have effects for the financial reporting.

IFRS 12 Disclosure of Interests in Other Entities

IFRS 12 *Disclosure of Interests in Other Entities* (IFRS 12) requires the disclosure of information that enables users of financial statements to evaluate the nature of and risks associated with its interests in other entities as well as the effects of those interests on its financial position, financial performance and cash flows. IFRS 12 is required to be applied by an entity that has an interest in subsidiaries, joint arrangements (joint operations or joint ventures), associates, or unconsolidated structured entities.

IFRS 12 is effective for annual periods beginning on or after 1 January 2013 with earlier application permitted if adopted as part of the “package of five” standards issued by the IASB in May 2011. See above under IFRS 10 for a list of these five standards.

Norges Bank does not anticipate that the adoption of IFRS 12 will have a significant impact on the consolidated financial statements for the investment portfolio of the Government Pension Fund Global. Norges Bank anticipates adopting IFRS 12 as of 1 January 2013.

IFRS 13 Fair Value Measurement

IFRS 13 *Fair Value Measurement* (IFRS 13) defines fair value and sets out a single IFRS framework for measuring fair value and disclosures about fair value measurements. IFRS 13 applies when another IFRS requires or permits fair value measurements or disclosures about fair value measurements.

IFRS 13 is effective for annual periods beginning on or after 1 January 2013 with earlier application permitted. Norges Bank does not anticipate that the adoption of IFRS 13 will have a significant impact on the consolidated financial statements for the investment portfolio of the Government Pension Fund Global. Norges Bank anticipates adopting IFRS 13 as of 1 January 2013.

Note 2 Significant estimates and critical accounting judgements

The preparation of the financial statements of Norges Bank, which includes the financial reporting for the investment portfolio of the Government Pension Fund Global in accordance with the accounting policies in note 1, involves the use of estimates and judgements that may affect assets, liabilities, income and expenses. Estimates and judgements are based on historical experience and an expectation related to future events that are viewed as likely at the time of publication of the financial statements. The estimates are based on best judgement, however, actual results may deviate from the estimates. In cases of particularly uncertain estimates, this is described in the respective notes. For further information on significant estimates and critical accounting judgements please refer to Note 30 GPFG 11 in the annual report of Norges Bank for 2010, which is also included in NBIM's annual report for the Government Pension Fund Global for 2010.

The following are new estimates and critical accounting judgements in connection with new investment activity in the real estate asset class during the third quarter.

Fair value of investment property

Investment property (which is owned directly through a wholly-owned holding company, an associated company, a jointly controlled entity or a partly-owned subsidiary) is not traded in an active market and therefore these properties and ownership interests in partly-owned companies are allocated to the level 3 pricing category (see note 6). Investment properties are valued using models. Generally, the models used are well-recognised, standard pricing models, for example discounted cash flow models.

The determination of the fair value of investment properties requires the use of estimates such as future cash flows from assets (for example, tenant occupancy levels, tenant profiles, future revenue streams, the capital value of fixtures and fittings and the overall physical condition of the property) and discount rates applicable to those assets. These estimates are based on local market conditions existing as of the reporting date. The control environment for investment properties is comparable to that for the equities and fixed income asset classes.

Functional currency for subsidiaries

When incorporating subsidiaries in connection with the management of the real estate asset class within the investment portfolio of the Government Pension Fund Global, an assessment is made concerning the appropriate functional currency for use in the subsidiary's financial reporting, and for use in the consolidation into the consolidated financial statements of the investment portfolio. Normally the local currency will be indicative of the appropriate functional currency for the company, given that this is the currency of the economic environment in which the entity operates, and the currency for all (or substantially all) of its transactions. In cases where the evaluation is that the entity does not have significant activities and only operates as an extension of Norges Bank, the conclusion might be that the Norwegian kroner is the appropriate functional currency for the subsidiary.

Assessment of the degree of control

In relation to investments in entities or assets made by Norges Bank on behalf of the investment portfolio of the Government Pension Fund Global, through wholly-owned holding companies, together with a partner and where the bank has a large ownership share, an assessment is made to establish whether the bank has control over the entity or the asset. This assessment is necessary to establish whether the investment should be accounted for as an investment in a financial asset, an associate, a jointly controlled entity/asset or a consolidated subsidiary. In connection with the assessment of the degree of control the ownership share will be given significant consideration, along with the contractual terms in the shareholder and joint venture agreements that may suggest a larger or lesser degree of control than that based on an observation of the ownership share taken in isolation. A total assessment of all relevant elements in each specific case forms the basis for a conclusion concerning whether or not the bank has control over the investment.

Note 3 Management fee

Table 3.1 Specification management fee

Figures in NOK million	3Q 2011	3Q 2010	Year to date 30.09.2011		Year to date 30.09.2010		2010	
				Percent		Percent		Percent
Salary, social security and other personnel related costs	117	161	323		320		389	
IT, information and decision support systems	50	55	164		171		223	
Custody and settlement costs	97	84	303		275		382	
Outsourced IT and analysis costs	59	46	201		157		213	
Consulting and legal fees	17	29	52		78		116	
Base fees to external managers	84	99	296		341		452	
Other costs	21	13	71		58		81	
Allocated common costs Norges Bank	32	32	96		97		115	
Management fee excluding performance-based fees	477	521	1 506	0,06	1 497	0,07	1 973	0,07
Performance-based fees to external managers	211	193	429		621		986	
Total management fee	689	713	1 934	0,08	2 118	0,10	2 959	0,11

The table shows total costs incurred by Norges Bank (parent) that are reimbursed by the Ministry of Finance as the principal for the management of the investment portfolio of the Government Pension Fund Global. Fees to external managers and custody and settlement fees are invoiced directly and paid individually for each of the portfolios managed by Norges Bank. All other costs included in the basis for calculation of the management fee are costs that are common for the management of all portfolios, and are allocated to the individual portfolio using a cost allocation model based primarily on market values and asset class composition. The management fee is a function of expenses presented in the Norges Bank income statement as Total operating expenses.

In addition to the operating expenses that are shown above and are reimbursed through the management fee from the Ministry of Finance, operating and administrative expenses are incurred in the subsidiary companies that are incorporated as a part of the management of real estate investments for the Government Pension Fund Global. These expenses are consolidated into the income statement of the investment portfolio of the Government Pension Fund Global, and are paid using funds received or earned by the investment portfolio of the Government Pension Fund Global. Subsidiaries that are consolidated into the financial reporting for the investment portfolio are not required to be consolidated into the annual financial statements of Norges Bank, as per the accounting regulation for Norges Bank § 2.3, paragraph 4, and these expenses will therefore not be included in Norges Bank's operating expenses. These expenses will through consolidation be shown as expenses in the income statement for the investment portfolio, and be deducted in the Profit/loss on the portfolio. For the first nine months of 2011 these costs amounted to NOK 5.2 million

Note 4 Financial instruments at fair value

Table 4.1 Specification of equities and units

Figures in NOK million	30.09.2011			31.12.2010		
	Fair value excluding dividends	Accrued dividends	Fair value including dividends	Fair value excluding dividends	Accrued dividends	Fair value including dividends
<i>Equities and units:</i>						
Listed equities	1 712 120	3 145	1 715 265	1 893 714	2 147	1 895 861
Total equities and units	1 712 120	3 145	1 715 265	1 893 714	2 147	1 895 861
<i>Hereof Equities lent</i>			205 740			162 483

Table 4.2 Specification of bonds and other fixed income instruments

<i>Figures in NOK million, 30 September 2011</i>	Notional*	Fair value excl. accrued interest	Accrued interest	Fair value incl. accrued interest
Government bonds	551 159	599 056	6 668	605 724
Government related bonds**	163 294	171 825	2 672	174 497
Inflation-linked bonds	86 117	104 098	421	104 519
Corporate bonds	187 030	186 724	3 356	190 080
Securitised bonds	288 027	233 032	4 273	237 305
Total bonds and other fixed income instruments	1 275 627	1 294 735	17 390	1 312 125
<i>Hereof Bonds lent</i>				173 793
<i>Hereof short sale bonds</i>				36 448

<i>Figures in NOK million, 31 December 2010</i>	Notional*	Fair value excl. accrued interest	Accrued interest	Fair value incl. accrued interest
Government bonds	485 739	501 175	6 394	507 569
Government related bonds	153 981	159 484	2 717	162 201
Inflation-linked bonds	88 544	102 835	502	103 337
Corporate bonds	202 578	203 373	3 807	207 180
Securitised bonds	345 758	268 279	4 508	272 787
Total bonds and other fixed income instruments**	1 276 600	1 235 146	17 928	1 253 074
<i>Hereof Bonds lent</i>				215 090
<i>Hereof short sale bonds</i>				809

* Notional amounts have been translated to NOK by using the exchange rate on the balance sheet date.

** Sovereign bonds are as of the second quarter 2011 and going forward classified as government related bonds. Comparative figures are restated.

The holdings of bonds issued by the sovereign states Greece, Portugal, Ireland, Spain and Italy amounted to NOK 71.5 billion as of the end of the third quarter 2011. Of this amount, bonds issued by the Greek government were NOK 2.6 billion.

Table 4.3 Specification of financial derivatives

<i>Figures in NOK million</i>	Fair value 30.09.2011			Fair value 31.12.2010		
	Asset	Liability	Net	Asset	Liability	Net
Foreign exchange contracts	859	1 571	-712	402	316	86
Listed futures contracts	130	7	123	43	22	21
Swap contracts	864	6 479	-5 615	1 909	8 126	-6 217
Options	1 225	1 628	-403	714	908	-194
Total financial derivatives	3 078	9 685	-6 607	3 068	9 372	-6 304

Financial assets real estate

At the end of the third quarter 2011 the fair value of Financial assets real estate (Regent Street) is estimated at NOK 4 198 million.

Note 5 Real Estate

Real estate investments in the investment portfolio of the Government Pension Fund Global consist of investments within the real estate asset class. This asset class consists of unlisted investments, classified as financial assets, jointly controlled entities and investment properties.

The first real estate investment of the Government Pension Fund Global, which gives rights to a 25 percent share in the net operating income (NOI) generated by a portfolio of properties that are located in and around Regent Street, London, United Kingdom, is accounted for as a financial asset under IAS 39 Financial Instruments: Recognition and Measurement. The investment is measured at fair value and presented as Financial assets real estate in the balance sheet. Earned income and fair value changes as well as transaction costs to complete the investment are shown in the income statement as Net income/expenses - gains/losses from financial assets real estate. During the third quarter two additional properties were added to the portfolio by The Crown Estate, and is an additional investment Norges Bank participated in on behalf of the investment portfolio. See Note 4 Financial instruments at fair value and Note 6 Fair value measurement for additional information.

Norges Bank has on behalf of the Government Pension Fund Global acquired 50 percent of seven properties in and around Paris from AXA Group. AXA Group will keep their ownership interest in the other 50 percent of the properties and continue to act as manager of the properties. The transaction was completed 1 August 2011. The purchase price, including transaction costs, amounted to EUR 726 million (NOK 5.6 billion). Three of the properties are owned through jointly controlled entities. In the third quarter the transaction costs of NOK 184 million, consisting mainly of stamp duties, were expensed as a fair value adjustment. Three of the properties are owned through jointly controlled entities. These investments, amounting to NOK 2.6 billion, are shown in the balance sheet as Jointly controlled entities and are accounted for using the equity method. The other four properties amounting to NOK 2.9 billion are directly owned as jointly controlled assets, and the 50 percent ownership share of these properties owned by the investment portfolio of the Government Pension Fund Global is presented in the balance sheet as Investment properties. For additional information see note 2 Significant estimates and critical accounting judgements and note 6 Fair value measurement.

Note 6 Fair value measurement

All equities, bonds, real estate investments and financial derivatives have been allocated to categories for assessed valuation uncertainty. Level 1 consists of investments that are valued based on observable market prices in active markets and are considered to have very limited valuation risk. Investments allocated to level 2 are valued using models with observable market data. These investments have some valuation uncertainty with regards to establishing fair value, but overall this valuation risk is considered to be limited. Investments allocated to level 3 are valued using models with considerable use of unobservable input factors, which implies substantial uncertainty surrounding the establishment of fair value. Nevertheless, it should be noted that the majority of level 3 investments are valued by external professional valuation experts who are regarded as providing the best estimate of fair value.

During the third quarter the second investment in the real estate asset class has been completed. This has been classified partly as a jointly controlled entity and partly as investment properties, see note 5. Investment property is measured at fair value, both when held directly by a subsidiary and when owned by the jointly controlled entity. Investments in jointly controlled entities that are accounted for using the equity method are also included in table 6.1, as investment property accounts for the majority of the jointly controlled ownership interest.

Valuation methods

Real estate investments, whether they are jointly controlled entities, investment properties or financial assets, are unlisted investments and are allocated to level 3. Both investment property and financial assets are valued using valuation techniques commonly used by market participants that maximize the use of observable market inputs, and minimize the use of unobservable market inputs. Typical techniques include the use of models employing assumptions based on market transactions mirroring conditions existing as of the reporting date. For additional information see note 2.

Table 6.1 divides the investments into categories of assessed valuation uncertainty as of 30 September 2011 and 31 December 2010.

Table 6.1 Specification of investments by level of valuation uncertainty

Tall i millioner kroner	Level 1		Level 2		Level 3		Total	
	30.09.2011	31.12.2010	30.09.2011	31.12.2010	30.09.2011	31.12.2010	30.09.2011	31.12.2010
Equities and units	1 711 538	1 894 319	3 443	1 454	284	88	1 715 265	1 895 861
Total bonds	768 550	726 521	527 904	501 291	15 671	25 262	1 312 125	1 253 074
Treasuries	539 318	491 061	66 406	16 508	0	0	605 724	507 569
Government related bonds*	94 473	77 769	79 746	84 168	278	264	174 497	162 201
Inflation-linked bonds	97 607	75 182	6 912	28 155	0	0	104 519	103 337
Corporate bonds	0	1 389	188 490	204 077	1 590	1 714	190 080	207 180
Securitised bonds	37 152	81 120	186 349	168 383	13 804	23 284	237 305	272 787
Total financial derivatives	123	21	-6 730	-6 325	0	0	-6 615	-6 304
Assets	130	43	2 948	3 025	0	0	3 078	3 068
Liabilities	-7	-22	-9 678	-9 350	0	0	-9 685	-9 372
Total real estate	-	-	-	-	9 749	-	9 749	-
Financial assets real estate	-	-	-	-	4 198	-	4 198	-
Jointly controlled entities	-	-	-	-	2 636	-	2 636	-
Investment Properties	-	-	-	-	2 915	-	2 915	-
Total	2 480 211	2 620 861	524 617	496 421	25 704	25 350	3 030 524	3 142 631

*Bonds issued by governments in foreign currency are as of the second quarter 2011 classified as Government related bonds. Comparative figures are restated.

Measurement of fair value is considered to be somewhat more uncertain at the end of the third quarter as compared to the second quarter due to lower liquidity in the bond markets. Nevertheless, the valuation risk for the portfolio in total continues to be viewed as less than it was at the end of 2010, due to a significant reduction in exposure to US securitised bonds that have an especially high pricing uncertainty. As of the end of the quarter, liquidity in the financial markets is still evaluated as good enough to ensure fair value measurements for the portfolio with a sufficiently high level of certainty. This is true also for bonds issued by European sovereigns with unresolved debt situations. These bonds are at the end of the quarter primarily in level 2 in table 6.1, characterised by lower activity in the markets. Several of the relevant securities, along with bonds issued by certain other governments, have moved out of level 1 during the quarter, based on the deteriorating liquidity situation. Extended analysis of pricing and liquidity has been performed for this segment in connection with the quarter's reporting process.

Exposure to level 3 holdings for bonds continues to primarily come from US securitised bonds at a value of NOK 14 billion, whereof NOK 8 billion are not guaranteed by a federal agency. Investments in the real estate asset class, including those that are classified as jointly controlled entities, belong in level 3 in table 6.1 and therefore contribute to increase the total portfolio valuation uncertainty as compared to the prior year-end. As of the end of the quarter, both the investment in London and the investments in Paris are valued at the acquisition cost. Based on a total assessment at the end of the quarter this was deemed the best indicator of fair value, based on the fact that these transactions were recently completed.

The result of the valuation based on ordinary pricing sources in the established external price provider hierarchy as of 30 September 2011 is viewed as providing an appropriate reflection of expected market values in accordance with the fair value principle. It was therefore not necessary to make any accounting provisions related to valuation uncertainty at the end of the third quarter.

Note 7 Risiko

Market risk

Market risk is the risk of changes in the value of the portfolio due to movements in interest rates, equity prices, exchange rates and credit spreads. Norges Bank measures risk in both absolute terms and the relative market risk for holdings in the

investment portfolio of the Government Pension Fund Global.

Asset class per region

The portfolio is invested across several asset classes and regions as shown in table 7.1.

Table 7.1 Allocation by asset class and region

		Market value* in percent by region		Market value* in percent by asset class		Assets minus liabilities excluding management fee	
		30.09.2011	31.12.2010	30.09.2011	31.12.2010	30.09.2011	31.12.2010
Equities	Americas and Africa	36,4 %	36,1 %				
	Europe	49,1 %	48,2 %				
	Asia and Oceania	14,5 %	15,7 %				
Total equities				55,6 %	61,5 %	1 699 327	1 891 250
Bonds	Americas and Africa	36,6 %	35,2 %				
	Europe	58,0 %	59,2 %				
	Asia and Oceania	5,4 %	5,6 %				
Total bonds				44,0 %	38,5 %	1 345 612	1 186 170
Real Estate	Europe	100 %	-	0,3 %	N/A	9 815	N/A
Total Real Estate**				0,3 %	N/A	9 815	N/A

* As of 1 January 2011 the calculation of market value for the above table has been changed to include all positions within the portfolios, not only holdings in equities and bonds. Comparative figures for 2010 have been restated accordingly.

**Norges Bank fullførte i 2. kvartal 2011 en investering i en andel av kontantstrømmen fra den underliggende porteføljen av leietakere i Regent Street for Statens pensjonsfond utland. I 3. kvartal ble det investert ytterligere i Paris.

Volatility

Norges Bank uses risk modelling to quantify the economic risk for the entire portfolio and for parts of a portfolio. One of the risk measures is expected volatility. Tables 7.2 and 7.3 present risk both in terms of the portfolio's absolute risk and in terms of the relative risk. Real estate investments are not included in the volatility calculations. This is consistent with the investment mandates given by the Ministry of Finance and the Executive Board of Norges Bank in addition to internal guidelines for investing and risk management.

Table 7.2 Portfolio risk in terms of expected volatility

	Expected volatility - long-term					Expected volatility - responsive				
	30.09.2011	Min. 2011	Maks 2011	Snitt 2011	31.12.2010	30.09.2011	Min. 2011	Maks 2011	Snitt 2011	31.12.2010
Portfolio	11,7 %	11,6 %	13,4 %	12,7 %	13,2 %	13,1 %	6,7 %	15,2 %	8,7 %	7,2 %
Equity	19,9 %	19,6 %	21,2 %	20,6 %	21,1 %	23,4 %	8,8 %	26,3 %	13,0 %	9,7 %
Fixed Income	12,4 %	12,1 %	12,7 %	12,2 %	12,3 %	14,3 %	6,9 %	14,3 %	9,0 %	8,3 %

Table 7.3 Portfolio risk in terms of expected relative volatility (basispoints)

	Expected relative volatility - long-term					Expected relative volatility - responsive				
	30.09.2011	Min 2011	Max 2011	Average 2011	31.12.2010	30.09.2011	Min 2011	Max 2011	Average 2011	31.12.2010
Portfolio	46	39	65	47	54	41	23	56	31	24
Equity	76	52	111	65	61	73	29	115	46	29
Bonds	51	42	76	55	77	70	21	74	34	32

The models that are used in the calculation of the above information are explained in GPFG note 12 Risk in Norges Bank's annual report for 2010, which is also included in NBIM's annual report for the Government Pension Fund Global 2010.

The responsive model captures to a large extent the prior period's market dynamics. Expected volatility for the portfolio with this model at the end of the third quarter was significantly higher than at the beginning of the year. Risk related to

equities and the total portfolio has increased in the third quarter and was at its highest level in September. This increase is primarily attributable to increased volatility in the equity markets that followed from fear of a weakening in global growth. In addition, the uncertain debt situation for a few countries in Europe has now spread to also include Italy, Spain and to some extent France. This has caused a value decline for some government bonds, which has in turn caused increased uncertainty for financial institutions with large holdings of these bonds. The uncertainty in the markets and the associated risk has led to an unrealised loss for the investment portfolio of the Government Pension Fund Global (excluding the real estate asset class) due to a fall in global equities prices, in the second and especially third quarters. The income statement for the third quarter shows a loss that is close to the model's estimate for expected yearly value changes, giving an indication of the unusual market conditions. As of the end of the quarter, the uncertainty and volatility were still high.

In respect of risk measured by the long-term risk measures there is a small decline in risk for equities and for the total portfolio during 2011. This has occurred primarily because the model uses a three-year data history, and in the third quarter of 2011 volatile periods in 2008 are no longer included in the dataset. At the same time, long term risk has been relatively stable and high over the year based on this risk measure. This is due to the fact that changes in the portfolio composition have been small during this period, and that the historical dataset used during all of 2011 to calculate risk has included both highly volatile and less volatile periods, with the above mentioned minor change.

Credit risk

Credit risk is the risk of loss from issuers of fixed income instruments defaulting on their payment obligations. Credit risk in the bond portfolio is monitored among other things through the use of ratings. Table 7.4 shows the portfolio's distribution on different credit rating categories.

Table 7.4 The bond portfolio specified by credit rating

Figures in NOK million, 30 September 2011	Aaa	Aa	A	Baa	Higher risk	Total
Treasuries	479 525	116 750	1 332	6 042	2 075	605 724
Government related bonds*	105 963	45 399	9 339	10 692	3 104	174 497
Inflation-linked bonds	70 274	33 873	-	-	372	104 519
Corporate bonds	4 252	32 888	88 701	60 727	3 512	190 080
Securitised bonds	186 654	33 440	3 680	6 312	7 219	237 305
Total bonds and other fixed income instruments	846 668	262 350	103 052	83 773	16 282	1 312 125

Figures in NOK million, 31 December 2010	Aaa	Aa	A	Baa	Høyere risiko	Total
Treasuries	389 135	108 100	3 254	2 903	4 177	507 569
Government related bonds*	98 950	39 655	11 145	11 779	671	162 201
Inflation-linked bonds	58 558	44 260	-	-	519	103 337
Corporate bonds	4 139	45 576	82 693	69 837	4 935	207 180
Securitised bonds	207 742	40 997	3 549	1 880	18 619	272 787
Total bonds and other fixed income instruments	758 524	278 588	100 641	86 399	28 921	1 253 074

*Bonds issued by governments in foreign currency are as of the second quarter 2011 and going forward classified as Government related bonds. Comparative figures are restated.

The reduction in holdings allocated to the category "higher risk" is primarily due to sales of bonds within this credit rating category.

Counterparty risk

Counterparty risk is the risk of loss related to the possible bankruptcy or other similar event leading to a counterparty not being able to fulfil its payment obligations.

In table 7.5 the counterparty risk exposure is shown per type of activity/instrument type.

Table 7.5 Counterparty risk by type of position

<i>Figures in NOK million, 30.09.2011</i>	Balance sheet value adjusted for collateral	Gross exposure	Netting effects	Collateral and guarantees	Net exposure
Time Deposits	1 891	1 914	-	-	1 914
Unsecured Cash	4 336	4 295	-	-	4 295
OTC Derivatives including foreign exchange contracts	-6 963	3 870	1 852	378	1 640
Repurchase and reverse repurchase agreements*	-7 265	3 470	1 172	-	2 298
Securities lending transactions**	-23 541	36 889	-	20 766	16 123
Total		50 438	3 024	21 144	26 270

<i>Figures in NOK million, 31 December 2010</i>	Balance sheet value adjusted for collateral	Gross exposure	Netting effects	Collateral and guarantees	Net exposure
Time Deposits	2 796	2 708	-	-	2 708
Unsecured Cash	3 279	3 281	-	-	3 281
OTC Derivatives including foreign exchange contracts	-6 098	8 523	5 462	1 581	1 480
Repurchase and reverse repurchase agreements*	-4 081	5 756	579	-	5 177
Securities lending transactions**	-16 352	30 965	-	17 597	13 368
Total		51 233	6 041	19 178	26 014

* The column Balance sheet value adjusted for collateral takes into account all positions in the repo markets, including the reinvestment of cash collateral. The internal measurement and controls of counterparty risk for these types of instruments does not include these reinvestments.

** The column Balance sheet value adjusted for collateral includes securities lent and received collateral, and is also adjusted for unrealised losses connected to reinvestments in the form of bonds.

The above table shows counterparty risk by type of position as of 30 September 2011. Counterparty risk is relatively unchanged since 31 December 2010.

To the Supervisory Council of Norges Bank

REPORT ON REVIEW OF INTERIM FINANCIAL INFORMATION

We have reviewed the consolidated balance sheet of the Government Pension Fund Global as of September 30, 2011, and the related statements of income, statements of comprehensive income, statements of cash flow, statements of changes in owner's capital for the nine-month period then ended and selected explanatory notes. Management is responsible for the preparation and presentation of this condensed interim financial information in accordance with International Accounting Standard No 34 "Interim Financial Reporting" as adopted by the EU. Our responsibility is to express a conclusion on this interim financial information based on our review.

Scope of review

We conducted our review in accordance with International Standard on Review Engagements 2410, "Review of Interim Financial Information Performed by the Independent Auditor of the Entity".

A review of interim financial information consists of making inquiries, primarily of persons responsible for financial and accounting matters, and applying analytical and other review procedures. A review is substantially less in scope than an audit conducted in accordance with international standards on auditing, and consequently does not enable us to obtain assurance that we would become aware of all significant matters that might be identified in an audit. Accordingly, we do not express an audit opinion.

Conclusion

Based on our review, nothing has come to our attention that causes us to believe that the condensed interim financial information is not prepared, in all material aspects, in accordance with International Accounting Standard No 34 "Interim Financial Reporting" as adopted by EU.

Oslo, 19. October 2011

Deloitte AS

Aase Aa. Lundgaard (signed)
State Authorized Public Accountant (Norway)



Norges Bank Investment Management (NBIM)

Bankplassen 2

Postboks 1179 Sentrum

N-0107 Oslo

Tel.: +47 24 07 30 00

www.nbim.no