



NORGES BANK
INVESTMENT MANAGEMENT

2.KV. | 15

**STATENS
PENSJONSFOND
UTLAND**

KVARTALSRAPPORT

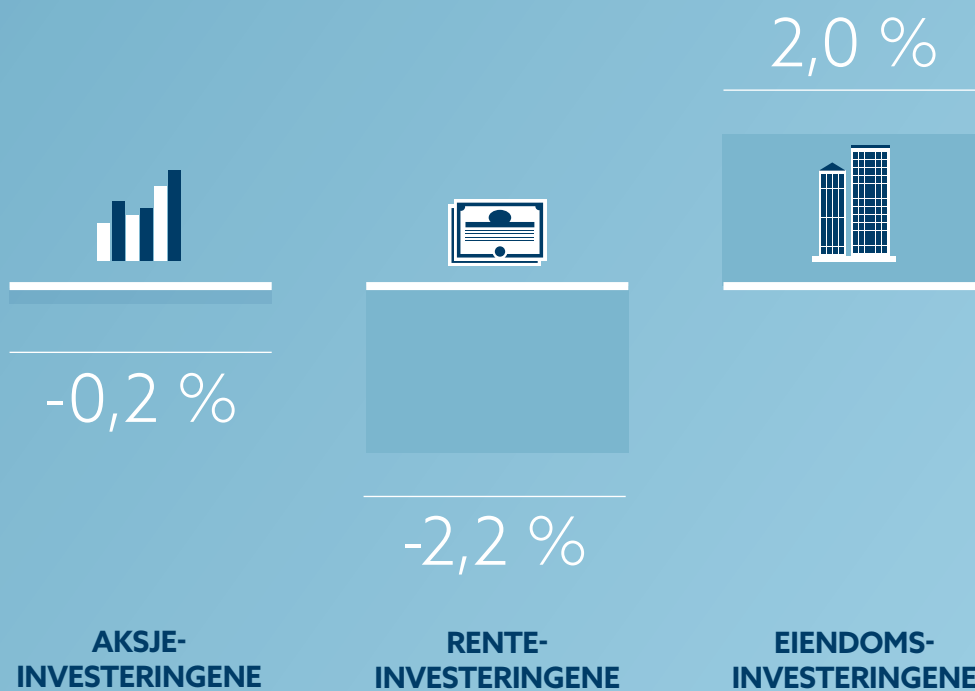
HOVEDPUNKTER

TALL OG FAKTA FOR 2. KVARTAL 2015

STATENS PENSJONSFOND UTLAND FIKK EN AVKASTNING PÅ **-0,9** PROSENT, ELLER **-73** MILLIARDER KRONER, I ANDRE KVARTAL 2015.

-0,9 %

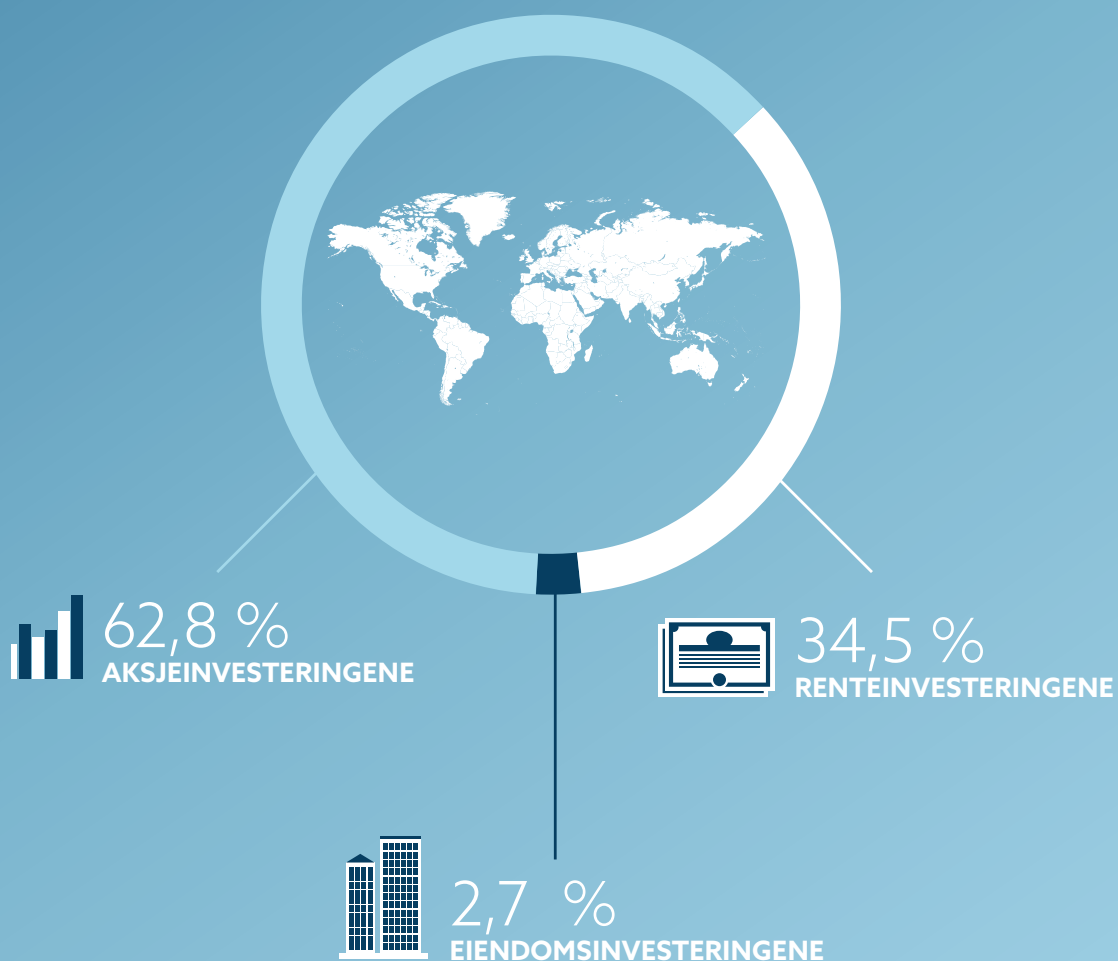
-73 MRD. KR



AVKASTNINGEN PÅ FONDETS AKSJEINVESTERINGER VAR **-0,2** PROSENT, MENS RENTEINVESTERINGENE FIKK EN AVKASTNING PÅ **-2,2** PROSENT. INVESTERINGER I EIENDOM FIKK EN AVKASTNING PÅ **2,0** PROSENT.

AVKASTNINGEN PÅ AKSJE- OG RENTEINVESTERINGENE VAR **0,4** PROSENTPOENG HØYERE ENN AVKASTNINGEN PÅ REFERANSEINDEKSENE SOM FONDET MÅLES MOT.

VED UTGANGEN AV KVARTALET VAR FONDETS
MARKEDSVERDI **6 897** MILLIARDER KRONER. FONDET VAR
INVESTERT MED **62,8** PROSENT I AKSJER, **34,5** PROSENT I
RENTEPAPIRER OG **2,7** PROSENT I EIENDOM.



INNHold

FORVALTNINGEN	Markedsutviklingen	4
	Aksjeinvesteringene	5
	Renteinvesteringene	8
	Eiendomsinvesteringene	11
	Ansvarlig forvaltning	12
	Risikostyring	13
NØKKELTALL		15
REGNSKAP	Regnskapsrapportering	17
	Noter til regnskapsrapportering	22
	Revisors uttalelse	36

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

WWW.NBIM.NO

FORVALTNINGEN

MARKEDSUTVIKLINGEN

Utviklingen i verdensøkonomien bedret seg noe i løpet av andre kvartal, etter en uventet svak utvikling ved inngangen til året. De økonomiske nøkkeltallene for utviklede økonomier tok seg samlet sett noe opp, mens fremvoksende økonomier viste fortsatt svake vekstutsikter.

I USA var utviklingen svak ved starten av året, men så ut til å ha bedret seg noe i andre kvartal. Privat forbruk vokste raskere enn i første kvartal, blant annet stimulert av god sysselsettingsvekst og lave energipriser. Industriproduksjonen fortsatte likevel å gå ned, til tross for at innkjøps-sjefsindeksen, en mye brukt indikator for fremtidig industriproduksjon, signaliserte en moderat oppgang. Utviklingen i amerikanske økonomiske nøkkeltall vil i tiden fremover være avgjørende for når den amerikanske sentralbanken velger å heve renten for første gang siden 2006. Rentemøtet i juni var det første møtet etter at banken sluttet å opprettholde signalene om at renten vil bli liggende stabilt nær null i lang tid fremover. Det var dermed det første rentemøtet siden finanskrisen hvor en renteheving var en mulighet. Ved utgangen av andre kvartal priset markedet inn at den første renteøkningen vil inntreffe i desember.

Den økonomiske situasjonen i euroområdet viste fortsatt tegn til bedring gjennom andre kvartal. Den europeiske sentralbanken har satt inn kraftige virkemidler for å stimulere økonomien. En svakere valutakurs og oljeprisfall bidro også positivt. Industriproduksjonen steg, detaljhandelen tok seg opp og arbeidsledigheten falt. Selv om den økonomiske utviklingen har bedret seg betydelig, signaliserer den europeiske sentralbanken at de

kvantitative lettelsene vil gjennomføres fullt ut frem til september 2016.

Det var stor usikkerhet knyttet til den økonomiske situasjonen i Hellas gjennom kvartalet. I mai tilbakebetalte Hellas et avdrag til Det internasjonale valutafondet (IMF), men forfallene for juni var større enn landet var i stand til å innfri. Manglende betalinger av avdrag bidro til å øke spekulasjonene om hvorvidt Hellas vil gå ut av euro-samarbeidet, og dette forsterket usikkerheten og volatiliteten i markedene.

I en rekke fremvoksende økonomier fortsatte makrodata å overraske analytikerne negativt gjennom kvartalet. Dette skjedde til tross for at vekstanslagene allerede var mye nedjustert. Oppbremsingen var til dels syklisk, men også strukturelle svakheter spilte inn. Mange fremvoksende økonomier opplevde en innstramning av de finansielle vilkårene, og flere ble påvirket negativt av lave råvarepriser. Den økonomiske utviklingen i Brasil utpekte seg som særlig svak, med negativ vekst og høy inflasjon.

Den strukturelle oppbremsingen i Kina er i hovedsak drevet av en overgang bort fra den raske, kredittrevne investeringsveksten. Situasjonen har forverret seg det siste halvåret, ettersom både kredittvekst og industriell aktivitet har falt raskere enn forventet. Pengepolitiske tiltak som rentekutt og kutt i bankenes reservekrav har ennå til gode å vises i makrodata, selv om bedriftenes finansielle resultater viser begynnende tegn til stabilisering. I tillegg har børsene vært volatile.

AKSJEINVESTERINGENE

Aksjeinvesteringene, som utgjorde 62,8 prosent av fondet ved utgangen av kvartalet, oppnådde en avkastning på -0,2 prosent. Avkastningen endte svakt negativt grunnet en nedgang i nord-amerikanske aksjer. Europeiske aksjer hadde en flat avkastning, mens asiatiske aksjer bidro i positiv retning. Det var relativt små avkastningsforskjeller mellom sektorene i kvartalet, og vi observerte den minste avkastningsdifferansen kvartalsvis på ti år mellom den sterkeste og den svakeste sektoren.

STERKEST AVKASTNING I ASIA OG OSEANIA

Aksjer i Asia og Oseania hadde en avkastning på 1,0 prosent og utgjorde 21,4 prosent av fondets aksjeinvesteringer. Avkastningen for japanske aksjer var 2,3 prosent. Japanske aksjer utgjorde 9,2 prosent av aksjeinvesteringene.

Det kinesiske aksjemarkedet var det sterkeste i kvartalet og kinesiske aksjer fikk en avkastning på 9,2 prosent. Totalt var 3,2 prosent av fondets aksjeinvesteringer plassert her. Det kinesiske aksjemarkedet har vært svært volatil. Det hadde en sterk oppgang frem til midten av juni, da markedet opplevde en markant korreksjon. Avkastningen ble særlig drevet av at nye investorer flyttet kapital fra bankene til aksjemarkedet etter at sentralbanken kuttet styringsrenten. Aksjer i

fremvoksende markeder hadde en avkastning på 1,5 prosent i kvartalet. Totalt var 9,6 prosent av fondets aksjeinvesteringer plassert i fremvoksende markeder.

Nordamerikanske aksjer hadde en avkastning på -1,4 prosent i kvartalet og sto for 35,1 prosent av fondets aksjeinvesteringer. Avkastningen for aksjer notert i USA var -1,4 prosent. USA var fondets største enkeltmarked og sto for 33,1 prosent av aksjeinvesteringene.

Europeiske aksjer fikk en nullavkastning i kvartalet. Totalt var 40,4 prosent av fondets aksjeinvesteringer plassert i europeiske selskaper. Storbritannia utpekte seg positivt med en avkastning på 3,3 prosent. 12,0 prosent av aksjeinvesteringene var plassert her. Forhandlinger rundt den greske gjeldskrisen preget markedet i kvartalet og bidro til nedgang for greske aksjer. Den greske gjeldskrisen hadde imidlertid begrenset effekt på det brede aksjemarkedet i kvartalet.

HØYEST AVKASTNING INNEN TELEKOMMUNIKASJON

Telekommunikasjonsselskaper hadde en avkastning på 2,3 prosent. Avkastningen ble i hovedsak drevet av potensielle sammenslåinger og oppkjøp, både i Europa og USA. Her fortsatte

Tabell 1 Avkastning på fondets aksjeinvesteringer i andre kvartal 2015. Fordelt etter sektor. Prosent

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

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

Tabell 2 Fondets største aksjebeholdninger per 30. juni 2015. Millioner kroner

Selskap	Land	Beholdning
Nestlé SA	Sveits	47 255
Apple Inc	USA	43 190
Novartis AG	Sveits	39 784
Roche Holding AG	Sveits	30 392
Royal Dutch Shell PLC	Storbritannia	29 376
BlackRock Inc	USA	26 155
HSBC Holdings PLC	Storbritannia	25 722
Daimler AG	Tyskland	25 563
BG Group PLC	Storbritannia	22 254
Sanofi	Frankrike	22 009

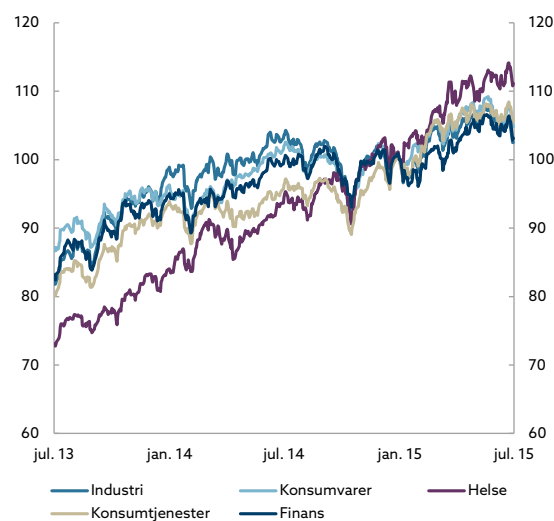
man å diskutere sammenslåinger av tjenester knyttet til data, fasttelefon, mobil og kabeltjenester. I Europa var det fokus på Europakommisjonens digitale indre markedsstrategi. Signalene var omtrent på linje med det markedet hadde ventet.

Selskaper i finanssektoren hadde en avkastning på 1,1 prosent. Avkastningen ble drevet av oppgang for bankaksjer. Forventninger om høyere renter på lang sikt er ofte positivt for bankene, i og med at dette signaliserer både høyere økonomisk vekst og bedre innskuddsmarginer. Europeiske banker så lånevekst og høyere utbytte etter flere år der kapitalen er gått til å bygge opp kapitalbasen som svar på strengere kapitalkrav. I USA forventes det nå en lånevekst på 23 prosent i 2015 sammenlignet med året før, ifølge The Mortgage Bankers Association. Et høyt antall fusjoner og oppkjøp var også med på å dra opp bankenes inntjening. Dette bidro til avkastningen for amerikanske bankaksjer.

Olje- og gasselskaper hadde en avkastning på 1,1 prosent i andre kvartal. En rekyl i oljeprisen var blant de viktigste bidragsyterne til avkastningen. Prisen på nordsjøolje hadde ved utgangen av kvartalet steget med rundt 40 prosent siden bunnen i januar. Bakgrunnen for stigningen var forventninger om lavere tilbud og høyere etterspørsel. Avkastningen ble også drevet av forventninger om lavere kapitalinvesteringer og dermed høyere kontantstrøm fremover.

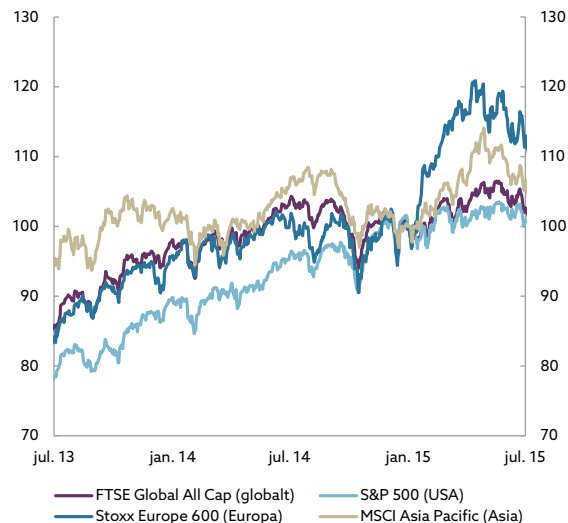
Den svakeste avkastningen i kvartalet var innen materialer, der fondets avkastning var -2,5 prosent. Den svake avkastningen ble drevet av lave priser på råmaterialer. Prisene var særlig lave for metaller. Prisene på kobber, aluminium, sink og nikkel ble drevet ned av et tilbudsoverskudd i markedet. Tilbudsveksten har vært sterk de siste årene, samtidig som at etterspørselen etter materialer i Kina har gått ned. Gruvesektoren fortsatte å kutte kostnader som et svar på lavere

Figur 1 Kursutviklingen i ulike aksjesektorer i FTSE Global All Cap-indeksen. Målt i amerikanske dollar. Indeksert 31.12.2014 = 100



Kilde: FTSE

Figur 2 Kursutviklingen i regionale aksjemarkeder. Målt i amerikanske dollar, med unntak av StoxxEurope 600, som er målt i euro. Indeksert 31.12.2014 = 100



Kilde: Bloomberg

AVKASTNING MÅLT I INTERNASJONAL VALUTA

Fondet investerer i internasjonale verdipapirer i utenlandsk valuta. Fondets avkastning måles primært i internasjonal valuta, det vil si en vektet sammensetning av valutaene i fondets referanseindekser for aksjer og obligasjoner. Denne sammensetningen betegnes som fondets valutakurv og besto av 33 valutaer ved utgangen av andre kvartal 2015. Om ikke annet er oppgitt i teksten, er resultatmålingen gjort i fondets valutakurv.

råvarepriser. En rekke gruver er imidlertid i ferd med å ferdigstilles og forventninger om at dette vil gi ytterligere tilbudsoverskudd påvirket investorenes prising av sektoren.

ENKELTINVESTERINGENE

Investeringen i oljeselskapet BG Group bidro mest positivt til avkastningen i andre kvartal, fulgt av investeringene i bankene UBS Group og Lloyds Banking Group. Enkeltelskapene som bidro mest negativt til avkastningen var kjemikalieselskapet BASF, bilprodusenten BMW og matvareprodusenten Nestlé.

Vi deltok i totalt 47 børsnoteringer i andre kvartal 2015. Den største børsnoteringen i markedet som fondet kjøpte aksjer i, var i den spanske telefon-tårnoperatøren Cellnex Telecom. Deretter fulgte den italienske telefontårnoperatøren Infrastrutture Wireless Italiane og den kinesiske bygg- og møbelkjeden Red Star Macalline Group Corporation. Fondets største deltagelse i børsnoteringer var i Cellnex Telecom, det franske multiteknologiselskapet SPIE og Infrastrutture Wireless Italiane.

Som et ledd i vår økte eksponering mot fremvoksende markeder investerte vi i andre kvartal for første gang i saudiarabiske deltagelses-sertifikater, som er instrumenter utstedt av registrerte utenlandske institusjonelle investorer til internasjonale investorer. I juni annonserte Saudi-Arabia at de vil åpne for at internasjonale investorer kan investere i aksjemarkedet gjennom tildelte kvoter.

RELATIV AVKASTNING

Avkastningen på fondets aksjeinvesteringer sammenlignes med avkastningen til globale referanseindekser for aksjer. Fondets referanseindeks fastsettes av Finansdepartementet og tar utgangspunkt i indeksen fra FTSE Group. Vi har utformet en intern referanseportefølje for aksjer. Denne referanseporteføljen tar hensyn til fondets særtrekk og formål, og skal over tid gi et bedre bytteforhold mellom forventet risiko og avkastning.

Avkastningen på fondets aksjeinvesteringer var i kvartalet 0,4 prosentpoeng høyere enn avkastningen til referanseindeksen for aksjer. Blant de ulike sektorene fondet investeres i, bidro investeringene i sektorene finans og olje og gass mest positivt til den relative avkastningen. Blant de ulike landene fondet var investert i, bidro aksjer i Kina og Storbritannia mest positivt til den relative avkastningen. Investeringene i Tyskland og USA bidro mest negativt til den relative avkastningen.

INTERN REFERANSEPORTEFØLJE

Den interne referanseporteføljen for aksjer fikk en avkastning på -0,5 prosent i andre kvartal. Resultatet var 0,1 prosentpoeng høyere enn avkastningen til referanseindeksen fastsatt av Finansdepartementet.

RENTEINVESTERINGENE

Renteinvesteringene utgjorde 34,5 prosent av fondet ved utgangen av andre kvartal og fikk en avkastning på -2,2 prosent. Investeringene besto hovedsakelig av obligasjoner, i tillegg til kort-siktige rentepapirer og bankinnskudd.

NEGATIV AVKASTNING FOR STATSOBLIGASJONER

Statsobligasjoner fikk en avkastning på -2,9 prosent og utgjorde 55,5 prosent av fondets renteinvesteringer ved utgangen av kvartalet. En viss renteoppgang i hovedmarkedene fondet er investert i, bidro negativt til resultatet.

Amerikanske statsobligasjoner fikk en avkastning på -3,4 prosent. I lokal valuta var avkastningen -2,0 prosent. Amerikanske statsobligasjoner sto for 17,2 prosent av renteinvesteringene og var fondets største beholdning av statsgjeld fra en enkeltutsteder.

Euro-denominerte statsobligasjoner, som utgjorde 10,9 prosent av renteinvesteringene, fikk en

avkastning på -4,3 prosent. I lokal valuta var avkastningen -6,4 prosent. Tyske 10-årsrenter var nær null i midten av april, men økte utover i kvartalet og endte på rundt 0,75 prosent. I tillegg gjorde uroen rundt situasjonen i Hellas at rentepåslaget for land med mer sårbare statsfinanser økte noe i løpet av kvartalet.

Japanske statsobligasjoner, som utgjorde 8,0 prosent av renteinvesteringene, hadde en avkastning på -3,5 prosent. I lokal valuta var avkastningen -0,1 prosent.

Fondet er også investert i obligasjoner fra statsrelaterte institusjoner som Kreditanstalt für Wiederaufbau, European Investment Bank og Canada Housing Trust. Statsrelaterte obligasjoner hadde en avkastning på -1,1 prosent og utgjorde 14,2 prosent av renteinvesteringene.

Sammen med statsobligasjoner, hadde fondets selskapsobligasjoner den svakeste utviklingen i andre kvartal. Selskapsobligasjoner fikk en

Tabell 3 Avkastningen på fondets renteinvesteringer i andre kvartal 2015. Fordelt etter sektor. Prosent

Sektor	Avkastning i internasjonal valuta	Andel av renteinvesteringene
Statsobligasjoner*	-2,9	55,5
Statsrelaterte obligasjoner*	-1,1	14,2
Realrenteobligasjoner*	-0,5	3,7
Selskapsobligasjoner	-2,9	21,2
Pantesikrede obligasjoner	0,2	6,9

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

Tabell 4 Fondets største obligasjonsbeholdninger per 30. juni 2015. Millioner kroner

Utsteder	Land	Beholdning
Amerikanske stat	USA	461 810
Japanske stat	Japan	190 236
Tyske stat	Tyskland	98 214
Britiske stat	Storbritannia	79 822
Meksikanske stat	Mexico	49 468
Koreanske stat	Sør Korea	45 159
Spanske stat	Spania	42 184
Italienske stat	Italia	37 514
Brasilianske stat	Brasil	37 496
Franske stat	Frankrike	32 323

Tabell 5 Fondets obligasjoner per 30. juni 2015 fordelt etter kredittvurdering. Prosent av beholdningen

	AAA	AA	A	BBB	Lavere vurdering	Totalt
Statsobligasjoner	25,4	8,9	11,9	8,4	0,1	54,7
Statsrelaterte obligasjoner	5,3	6,3	1,0	1,2	0,1	14,0
Realrenteobligasjoner	2,4	0,3	0,1	0,9	0,0	3,6
Selskapsobligasjoner	0,1	1,6	9,4	9,4	0,4	20,9
Pantesikrede obligasjoner	5,5	0,6	0,4	0,3	0,0	6,8
Sum obligasjoner	38,6	17,8	22,7	20,1	0,7	100,0

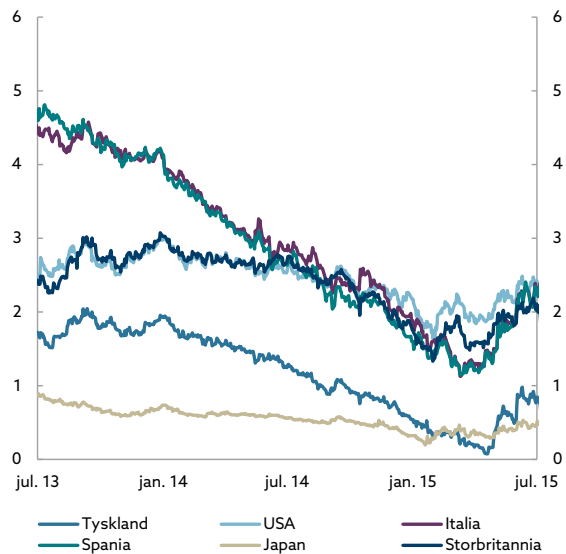
avkastning på -2,9 prosent og utgjorde 21,2 prosent av fondets renteinvesteringer ved utgangen av kvartalet. De pantsikrede obligasjonene, som hovedsakelig besto av obligasjoner med fortrinnsrett denominert i euro, fikk en avkastning på 0,2 prosent. Pantsikrede obligasjoner utgjorde 6,9 prosent av fondets renteinvesteringer. Realrenteobligasjoner fikk en avkastning på -0,5 prosent og utgjorde 3,7 prosent av fondets renteinvesteringer.

ENDRINGER I BEHOLDNINGEN AV RENTEPAPIRER

Markedsverdien av investeringene i rentepapirer i fremvoksende lands valutaer økte noe sammenlignet med forrige kvartal. Fremvoksende markeder utgjorde 13,1 prosent av investeringene i slutten av andre kvartal, mot 12,9 prosent ved inngangen til kvartalet. Investeringer i dollar, euro, pund og yen utgjorde 78,2 prosent av renteinvesteringene, mot 78,6 prosent ved utgangen av første kvartal.

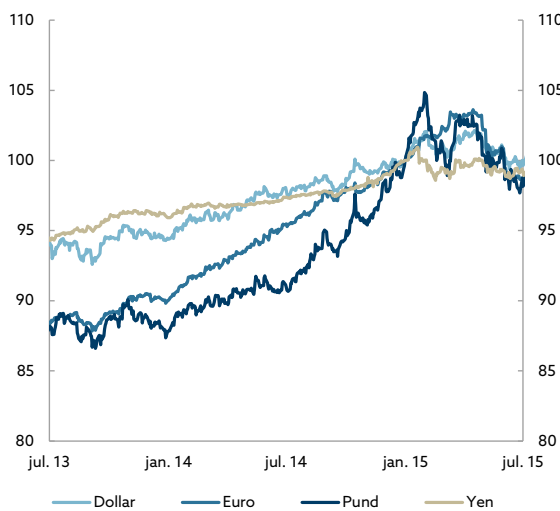
I andre kvartal økte markedsverdien mest i statsobligasjoner utstedt av Tyskland, Kina og Østerrike. Fondets største reduksjon i markedsverdi var i statsobligasjoner utstedt av Japan, Frankrike og Storbritannia.

Figur 4 Utviklingen i rentene på tiårige statsobligasjoner. Prosent



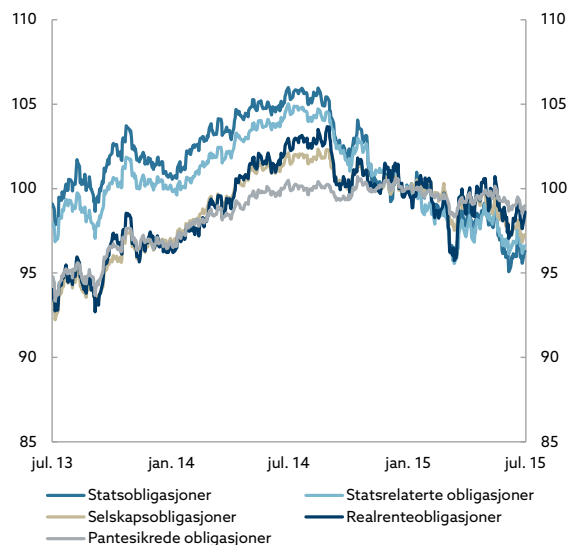
Kilde: Bloomberg

Figur 3 Kursutviklingen for obligasjoner som er utstedt i ulike valutaer. Målt i lokal valuta. Indeksert 31.12.2014 = 100



Kilde: Barclays

Figur 5 Kursutviklingen for ulike obligasjoner. Målt i amerikanske dollar. Indeksert 31.12.2014 = 100



Kilde: Barclays

RELATIV AVKASTNING

Avkastningen på fondets renteinvesteringer sammenlignes med avkastningen til globale referanseindekser for obligasjoner. Fondets referanseindeks fastsettes av Finansdepartementet og tar utgangspunkt i indekser fra Barclays. Vi har utformet en intern referanseportefølje for obligasjoner. Denne referanseporteføljen tar hensyn til fondets særtrekk og formål, og skal over tid gi et bedre bytteforhold mellom forventet risiko og avkastning.

Avkastningen på fondets renteinvesteringer var i kvartalet 0,3 prosentpoeng høyere enn avkastningen til referanseindeksen for renter. Innenfor de utviklede markedene økte det generelle rentenivået i andre kvartal. En lavere durasjon på fondets renteinvesteringer sammenlignet med referanseindeksen bidro positivt. Dette førte til at fondet generelt var mindre følsomt for økende renter enn referanseindeksen. Porteføljen var undervektet i selskapsobligasjoner sammenlignet med referanseindeksen, noe som også bidro positivt til den relative avkastningen. Valutasammensetningen i renteporteføljen bidro negativt til den relative avkastningen i andre kvartal. Renteinvesteringene fikk i andre kvartal høyere løpende renteinntekter enn referanseindeksen.

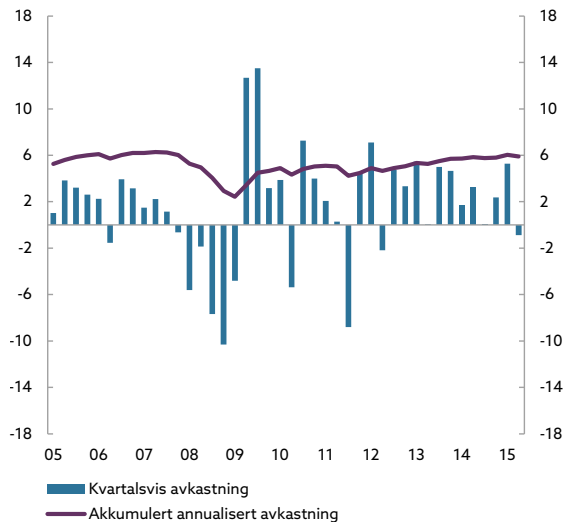
INTERN REFERANSEPORTEFØLJE

Den interne referanseporteføljen for renter fikk en avkastning på -2,5 prosent i andre kvartal. Resultatet var på linje med resultatet for referanseindeksen fastsatt av Finansdepartementet.

Tabell 6 Bidrag fra forvaltningsområdene til aksje- og renteforvaltningens relative avkastning i andre kvartal 2015. Prosentpoeng

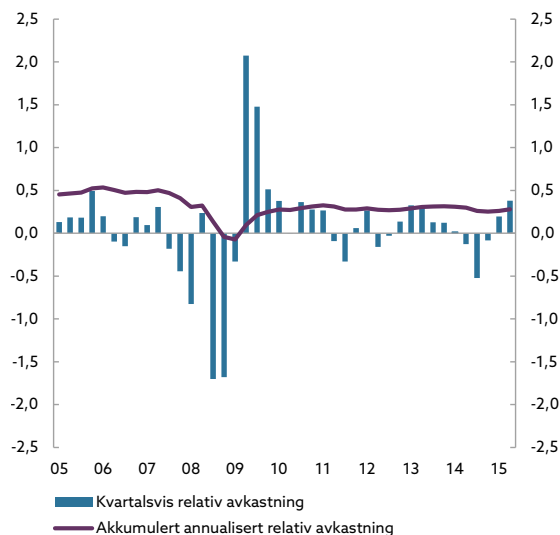
	Totalt	Herav ekstern forvaltning
Aksjeforvaltning	0,26	0,03
Renteforvaltning	0,12	0,00
Totalt	0,38	0,03

Figur 6 Fondets kvartalsviseavkastning og akkumulerte annualiserteavkastning. Prosent



Kilde: Norges Bank Investment Management

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



Kilde: Norges Bank Investment Management

EIENDOMSINVESTERINGENE

Fondets investeringer i eiendom utgjorde 2,7 prosent av fondet ved utgangen av andre kvartal. Eiendomsinvesteringene fikk i andre kvartal en samlet avkastning på 2,0 prosent. Investeringene i unotert eiendom fikk en avkastning på 4,4 prosent, mens investeringene i notert eiendom fikk en avkastning på -5,5 prosent.

Avkastningen på fondets unoterte eiendomsinvesteringer påvirkes av leieinntekter fratrukket driftskostnader, verdiendringer i eiendom og gjeld, endringer i valutakurser og transaksjonskostnader for kjøp av eiendom. Løpende leieinntekter fratrukket driftskostnader bidro positivt til resultatet med 0,7 prosentpoeng målt i lokal valuta. Verdiendring på eiendom og gjeld bidro positivt til resultatet med 2,6 prosentpoeng målt i lokal valuta. Valutasvingninger hadde en positiv påvirkning på avkastningen med 1,2 prosentpoeng i andre kvartal. Transaksjonskostnader for kjøp av eiendom hadde en negativ effekt på -0,1 prosentpoeng på resultatet.

Over tid skal andelen som er investert i eiendom økes til inntil 5 prosent av fondets verdi. Målet vårt er å bygge en global, men konsentrert eiendomsportefølje. Vi sikter mot å øke eiendomsinvesteringene med 1 prosent av fondet hvert år de neste årene.

NYE EIENDOMSINVESTERINGER I KVARTALET

I april signerte fondet en avtale om kjøp av en andel på 45 prosent av en portefølje med over 300 logistikkeiendommer i USA på totalt 5,6 millioner kvadratmeter, samt en portefølje med

utviklingseiendommer. Avtalen ble gjort i samarbeid med Prologis. Overtakelsen fant sted i mai. Fondet betalte 2,3 milliarder dollar, tilsvarende rundt 17,9 milliarder kroner, for andelen på 45 prosent. Investeringen er fondets hittil største enkeltinvestering innen eiendom. I april kjøpte fondet også 45 prosent av to logistikkeiendommer i Seattle i USA, også i samarbeid med Prologis. Fondet betalte 28,5 millioner dollar, tilsvarende rundt 232 millioner kroner for eiendommene.

Tabell 7 Avkastningen på fondets eiendomsinvesteringer. Avkastningskomponenter på unoterte eiendomsinvesteringer. Prosent

	Avkastning
Netto resultat fra løpende leieinntekter	0,7
Netto verdiendringer på eiendom og gjeld	2,6
Transaksjonskostnader for kjøp av eiendom	-0,1
Resultat av valutajusteringer	1,2
Unoterte eiendomsinvesteringer	4,4
Børsnotert eiendom	-5,5
Total avkastning	2,0

Tabell 8 Verdien av eiendomsinvesteringene per 30. juni 2015. Millioner kroner

	Verdi
Investeringer i unotert eiendom	141 909
Investeringer i notert eiendom	42 256
Bankinnskudd og andre fordringer	2 004
Total verdi	186 169

ANSVARLIG FORVALTNING

Ansvarlig forvaltningsvirksomhet er en viktig og integrert del av forvaltningsoppdraget vårt. Gjennom vår ansvarlige forvaltningsvirksomhet jobber vi med standardsetting, eierskap og risikohåndtering.

STANDARDSETTING

I andre kvartal fortsatte vi arbeidet med standardsetting og forventninger til selskaper vi er investert i. Vi publiserte i kvartalet fondets prinsipper for ansvarlig forvaltningsvirksomhet som er blitt fastsatt av Norges Banks hovedstyre. Prinsippene er fastsatt i tråd med mandatet for forvaltningen av fondet. Ansvarlig forvaltningsvirksomhet skal støtte opp under fondets målsetting ved å fremme den langsiktige økonomiske utviklingen av investeringene og ved å redusere finansiell risiko forbundet med miljømessige og samfunnsmessige forhold.

Vi bidro med råd og støtte i forbindelse med en OECD-høring om retningslinjer for hvordan ulike aktører kan bidra til bærekraftig virksomhet innen utvinningssektoren. Fondet har med en bredt diversifisert portefølje interesse av dette arbeidet.

Vi publiserte et posisjonsnotat med vårt syn på individuell avstemning i styrevalg. Formålet var å fremme vårt standpunkt og invitere til en diskusjon. Vi ønsket å få frem hvorfor individuell avstemning i styrevalg er viktig for å sikre aksjonærenes rett til å velge styret, og at denne retten må sikres uavhengig av måten aksjonærene avgir sine stemmer på. I forbindelse med dette arbeidet kontaktet vi svenske investorer og kapitalforvaltere for å høre deres syn og vurdere eventuelle følger for svenske selskaper.

I andre kvartal arrangerte vi et NBIM Talk-seminar om effektiv selskapsstyring. Seminaret fokuserte på muligheter og utfordringer knyttet til selskapsstyring. Møtet ble arrangert i samarbeid med Handelshøyskolen BIs Senter for Eierforskning. Gjennom det norske finansinitiativet støttet vi en konferanse om selskaps-

styring. Konferansen fant sted på Handelshøyskolen BI i Oslo 29. mai. Åtte anerkjente akademikere presenterte nylig publiserte artikler og diskuterte selskapsstyring med publikum.

Vi arrangerte også et akademisk seminar i Oslo 7. mai om likebehandling av aksjonærer i Europa. Til seminaret samlet vi en gruppe med ledende europeiske og amerikanske akademikere innen finans og selskapsstyring.

EIERSKAP

Vi stemte ved 7 084 generalforsamlinger i kvartalet. Hoveddelen av årets generalforsamlinger finner sted i løpet av andre kvartal. I løpet av kvartalet vurderte og stemte vi på 1 180 aksjonærforslag. Av disse var 49 relatert til miljømessige og sosiale spørsmål med utgangspunkt i våre prinsipper for langsiktig eierskapsutøvelse.

Vi publiserer alle våre stemmebeslutninger én dag etter generalforsamlingen. I tillegg begynte vi i andre kvartal å annonsere vår stemmegivingsintensjon for utvalgte selskaper i forkant av generalforsamlingen. I andre kvartal forhåndspubliserer vi stemmeintensjoner for enkelte prinsipielle saker og bakgrunnen for vår stemmebeslutning i AES Corp, BP Plc og Royal Dutch Shell Plc. Vi har hatt dialog med en rekke selskaper i forkant av vår stemmegiving, og vi velger enkelte ganger å informere selskapet om vår stemmeintensjon og bakgrunnen for denne. Hittil i år har vi informert 51 selskaper om vår stemmeintensjon.

I første kvartal publiserte vi et posisjonsnotat om aksjonærens rett til å nominere styrekandidater i amerikanske selskaper. Vi fulgte opp dette notatet ved å stemme på forslag om innføring av denne retten i selskapenes vedtekter. Hittil i år har vi støttet 80 slike forslag. Av disse fikk 50 majoritetsstøtte blant aksjonærene, mens forslagene som ikke ble stemt igjennom fikk støtte fra i snitt 40 prosent av aksjonærene. Dette

indikerer støtte blant en rekke investorer for å styrke aksjonærenes nominasjonsrett i USA.

I første kvartal skrev vi brev til styrene i en rekke store elektrisitetsprodusenter og gruveselskaper. Vi ønsket å få informasjon om deres strategi for overgangen til et mindre utslippsintensivt energisystem og deres vurdering av en industri-trend om utskilling av kull fra virksomheten. I andre kvartal avholdt vi møter med styrelederne i noen av selskapene for å følge opp brevene.

RISIKOHÅNDTERING

I løpet av kvartalet har vi jobbet med å utvikle databaser for ikke-finansiell informasjon som kan gi oss et bedre analysegrunnlag. Dette er databaser med informasjon som er relevant for selskaper og sektorer der vi er investert. I databasene har vi inkludert informasjon knyttet til flere temaer innen miljø, samfunnsmessige forhold og eierskapsspørsmål. I kartleggingen inngår miljømessige forhold som blant annet vannforvaltning, gruvedata, avfallshåndtering, utslipp av drivhusgasser og fossile energikilder. Samfunnsmessige forhold inkluderer blant annet arbeidsrelaterte forhold og informasjon knyttet til helse, miljø og sikkerhet. Data om eierforhold inkluderer blant annet type eiere, informasjon om styresammensetting og styremedlemmer.

I løpet av andre kvartal hadde vi møter med norske investorer, kapitalforvaltere og selskap der vi blant annet diskuterte fondets strategi knyttet til ansvarlig forvaltning. Gjennom samtalene diskuterte vi også måling av selskapers og porteføljers karbonintensitet.

RISIKOSTYRING

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

Forventet absolutt volatilitet for fondet, beregnet ved det statistiske målet standardavvik, bruker tre års prishistorikk for å anslå hvor mye den årlige avkastningen på fondets aksje- og renteinvesteringer normalt kan forventes å svinge. Ved utgangen av andre kvartal var fondets forventede absolutte volatilitet på 9,8 prosent, eller om lag 670 milliarder kroner, mot 9,0 prosent ved inngangen til kvartalet.

Finansdepartementet og Norges Banks hovedstyre har fastsatt grenser for hvor store avvik fra referanseindeksene fondet kan ha i forvaltningen av aksje- og renteinvesteringene. En av grensene er forventet relativ volatilitet, som legger en begrensning på hvor mye avkastningen på investeringene kan forventes å avvike fra avkastningen på fondets referanseindekser. Forvaltningen skal legges opp med sikte på at den forventede relative volatiliteten ikke skal overstige 1,0 prosentpoeng. Ved utgangen av kvartalet var den på 0,3 prosentpoeng, som var en nedgang fra 0,4 prosentpoeng ved utgangen av første kvartal.

På vår hjemmeside har vi offentliggjort flere nøkkeltall for risiko, risikojustert avkastning, månedlige avkastningsserier og faktoranalyser. Tallene er oppdatert per andre kvartal.

OPERASJONELL RISIKOSTYRING

Norges Banks hovedstyre fastsetter rammene for operasjonell risikostyring og internkontroll i Norges Bank Investment Management. Hovedstyret har bestemt at det i løpet av en tolv måneders

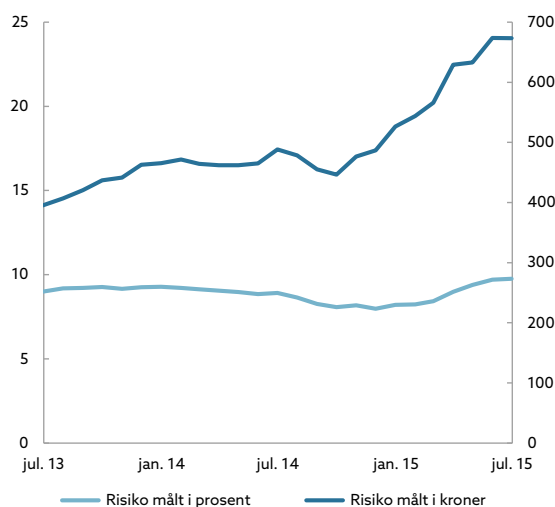
periode skal være mindre enn 20 prosent sannsynlighet for at operasjonelle risikofaktorer vil føre til 750 millioner kroner eller mer i brutto tap. Denne grensen betegnes som styrets risikotoleranse.

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

I andre kvartal ble det registrert 86 uønskede operasjonelle hendelser. Samlet sett ga hendelsene en finansiell effekt på rundt 9,8 millioner kroner.

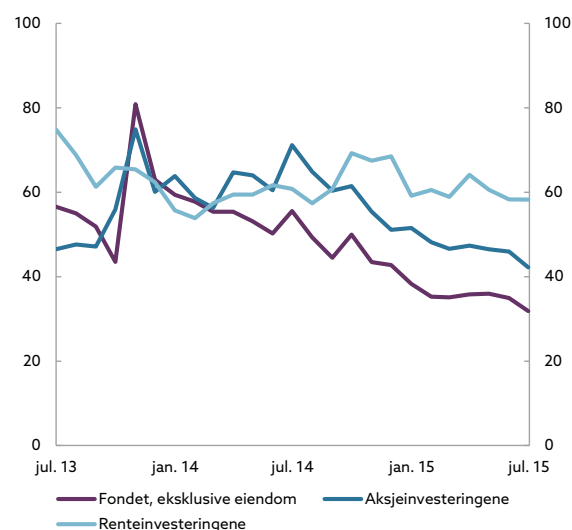
Finansdepartementet har satt regler for fondets forvaltning. Departementet skal orienteres ved vesentlige brudd på spesifiserte rammer. Det ble ikke avdekket noen slike brudd i løpet av kvartalet. Vi mottok i samme periode heller ikke noe varsel om vesentlige brudd på markedsreguleringer eller annen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

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



Kilde: Norges Bank Investment Management

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



Kilde: Norges Bank Investment Management

Tabell 9 Risiko og eksponering for fondet. Prosent

Grenser fastsatt av Finansdepartementet		30.06.2015
Eksponering	Aksjer 50–70% av fondet*	62,3
	Eiendom 0–5% av fondet	2,7
Markedsrisiko	1 prosentpoeng forventet relativ volatilitet for fondets aksje- og renteinvesteringer	0,3
Kredittrisiko	Inntil 5% av renteinvesteringene kan ha lavere kredittvurdering enn kategori BBB-	0,7
Høyeste eierandel	Maksimalt 10% av stemmeberettigede aksjer i et børsnotert selskap i aksjeporteføljen	9,5

* Eksponering mot aksjer er beregnet der derivater er avbildet med den underliggende økonomiske eksponeringen mot aksjer.

NØKKELTALL

Tabell 10 Kvartalsvis avkastning per 30. juni 2015

	2. kv. 2015	1. kv. 2015	4. kv. 2014	3. kv. 2014	2. kv. 2014	Hittil i år 30.06.2015
Avkastning målt i fondets valutakurv						
Aksjeinvesteringenes avkastning (prosent)	-0,23	7,53	2,74	-0,49	4,01	7,29
Renteinvesteringenes avkastning (prosent)	-2,22	1,63	1,68	0,95	2,04	-0,63
Eiendomsinvesteringenes avkastning (prosent)	1,96	3,10	3,53	1,48	3,04	5,13
Fondets avkastning (prosent)	-0,87	5,28	2,37	0,07	3,25	4,36
Aksje- og renteinvesteringenes avkastning (prosent)						
Aksje- og renteinvesteringenes avkastning (prosent)	-0,95	5,33	2,35	0,06	3,26	4,32
Avkastningen på referanseindeksene for aksjer og obligasjoner (prosent)	-1,33	5,13	2,43	0,58	3,38	3,73
Aksje- og renteinvesteringenes relative avkastning (prosentpoeng)	0,38	0,19	-0,08	-0,52	-0,13	0,59
Aksjeinvesteringenes relative avkastning (prosentpoeng)	0,40	0,39	0,09	-0,76	-0,17	0,81
Renteinvesteringenes relative avkastning (prosentpoeng)	0,34	-0,14	-0,39	-0,14	-0,07	0,22
Forvaltningsgodtgjøring (prosentpoeng)						
Forvaltningsgodtgjøring (prosentpoeng)	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,03
Fondets avkastning etter forvaltningskostnader (prosent)	-0,89	5,26	2,36	0,06	3,24	4,33
Avkastning målt i norske kroner (prosent)						
Aksjeinvesteringenes avkastning	-1,17	11,29	16,14	-0,20	7,09	9,99
Renteinvesteringenes avkastning	-3,14	5,17	14,94	1,24	5,06	1,87
Eiendomsinvesteringenes avkastning	1,00	6,70	17,04	1,78	6,09	7,77
Fondets avkastning	-1,81	8,95	15,72	0,36	6,31	6,98

Tabell 11 Historiske nøkkeltall per 30. juni 2015. Annualiserte tall målt i fondets valutakurv

	Siden 01.01.1998	Siste 10 år	Siste 5 år	Siste 3 år	Siste 12 måneder
Fondets avkastning (prosent)					
Fondets avkastning (prosent)	5,90	6,12	9,92	12,10	6,91
Aksje- og renteinvesteringenes avkastning (prosent)	5,89	6,11	9,91	12,09	6,83
Avkastningen på referanseindeksene for aksjer og obligasjoner (prosent)	5,61	5,97	9,61	11,79	6,87
Aksje- og renteinvesteringenes relative avkastning (prosentpoeng)	0,28	0,14	0,30	0,31	-0,04
Årlig prisvekst (prosent)					
Årlig prisvekst (prosent)	1,83	1,97	1,82	1,32	0,35
Årlige forvaltningskostnader (prosent)					
Årlige forvaltningskostnader (prosent)	0,09	0,09	0,07	0,06	0,06
Årlig netto realavkastning (prosent)					
Årlig netto realavkastning (prosent)	3,90	3,98	7,89	10,59	6,48
Standardavvik (prosent)					
Standardavvik (prosent)	7,47	8,65	6,76	5,13	5,30
Faktisk relativ volatilitet på fondets aksje- og renteinvesteringer (prosentpoeng)					
Faktisk relativ volatilitet på fondets aksje- og renteinvesteringer (prosentpoeng)	0,73	0,91	0,39	0,39	0,45
Informasjonsrate (IR)* på aksje- og renteinvesteringene					
Informasjonsrate (IR)* på aksje- og renteinvesteringene	0,38	0,16	0,78	0,79	-0,08

* IR er et mål på risikjustert avkastning. IR beregnes som forholdstallet mellom fondets relative avkastning og fondets faktiske relative volatilitet. IR viser den relative avkastningen per risikoenhet.

Tabell 12 Nøkkeltall per 30. juni 2015

	2. kv. 2015	1. kv. 2015	4. kv. 2014	3. kv. 2014	2. kv. 2014
Markedsverdi (mrd. kroner)*					
Aksjeinvesteringenes markedsverdi	4 330	4 380	3 940	3 396	3 357
Renteinvesteringenes markedsverdi	2 382	2 474	2 350	2 064	2 058
Eiendomsinvesteringenes markedsverdi	186	158	141	74	63
Fondets markedsverdi	6 897	7 012	6 431	5 534	5 478
Tilførsel*					
Tilførsel*	12	5	25	36	44
Fondets avkastning					
Fondets avkastning	-73	401	259	15	192
Endring som følge av svingninger i kronekursen	-53	175	613	5	132
Endring i markedsverdien	-115	581	896	56	368
Kostnader i forvaltningen (prosent)					
Beregnete innfasingskostnader**	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Forvaltningskostnader	0,05	0,06	0,06	0,05	0,05
Verdiutvikling f.o.m. første tilførsel i 1996 (mrd. kroner)					
Samlet brutto tilførsel	3 472	3 459	3 452	3 426	3 389
Samlet forvaltningsgodtgjøring***	29	28	27	26	25
Samlet tilførsel etter forvaltningsgodtgjøring	3 443	3 431	3 425	3 400	3 364
Samlet avkastning	2 670	2 743	2 343	2 084	2 069
Endring som følge av svingninger i kronekursen	785	838	663	50	45
Fondets markedsverdi	6 897	7 012	6 431	5 534	5 478
Samlet avkastning etter forvaltningskostnader					
Samlet avkastning etter forvaltningskostnader	2 641	2 716	2 316	2 058	2 044

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

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

*** Forvaltningskostnader i datterselskaper, jf. tabell 9.2 i regnskapet, er ikke en del av forvaltningsgodtgjøringen. Disse er allerede fratrukket i samlet avkastning, dvs. i avkastningen før forvaltningsgodtgjøring.

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

	2. kv. 2015	1. kv. 2015	4. kv. 2014	3. kv. 2014	2. kv. 2014
Aksjeinvesteringenes avkastning	1 875	1 894	1 567	1 409	1 421
Renteinvesteringenes avkastning	772	830	761	665	639
Eiendomsinvesteringenes avkastning	22	19	14	9	8
Fondets avkastning	2 670	2 743	2 343	2 084	2 069

REGNSKAPSRAPPORTERING

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

RESULTATREGNSKAP	18
BALANSE	19
KONTANTSTRØMOPPSTILLING	20
OPPSTILLING AV ENDRINGER I EIERS KAPITAL	21
NOTER TIL REGNSKAPSRAPPORTERING	
NOTE 1 Generell informasjon	22
NOTE 2 Regnskapsprinsipper	22
NOTE 3 Avkastning per aktivaklasse	23
NOTE 4 Inntekt/kostnad fra Aksjer og andeler, Obligasjoner og Finansielle derivater	24
NOTE 5 Beholdninger av Aksjer og andeler, Obligasjoner og Finansielle derivater	25
NOTE 6 Eiendom	26
NOTE 7 Måling til virkelig verdi	28
NOTE 8 Risiko	30
NOTE 9 Forvaltningskostnader	34
REVISORS UTTALELSE	36

RESULTATREGNSKAP

Beløp i millioner kroner	Note	2. kvartal 2015	2. kvartal 2014	Hittil i år 30.06.2015	Hittil i år 30.06.2014	2014
Resultat fra porteføljen før gevinst/tap valuta						
Renteinntekter og kostnader fra innskudd i banker og kortsiktig innlån		-7	12	-21	11	48
Renteinntekter og kostnader fra utlån knyttet til gjensalgssavtaler		-11	50	-4	97	159
Inntekt/kostnad fra:						
- Aksjer og andeler	4	-31 269	147 668	318 409	185 930	388 521
- Obligasjoner	4	-50 087	43 767	1 650	83 533	158 027
- Eiendom	6	4 382	1 883	7 382	3 099	7 160
- Finansielle derivater	4	4 296	-570	1 476	-1 847	-8 208
Rentekostnader og inntekter på innlån knyttet til gjenkjøpsavtaler		15	-10	14	-34	-35
Andre renteinntekter og rentekostnader		-	-1	-	-3	-9
Skattekostnad		-692	-526	-1 353	-874	-2 026
Andre kostnader		-	-	-	-1	-3
Porteføljeresultat før gevinst/tap valuta		-73 373	192 273	327 553	269 911	543 634
Gevinst/tap valuta		-53 242	131 589	121 683	84 698	702 259
Porteføljeresultat		-126 615	323 862	449 236	354 609	1 245 893
Forvaltningsgodtgjøring	9	-807	-435	-1 738	-1 369	-3 202
Periodens resultat og totalresultat		-127 422	323 427	447 498	353 240	1 242 691

BALANSE

Beløp i millioner kroner	Note	30.06.2015	31.12.2014
EIENDELER			
Innskudd i banker		14 176	11 731
Utlån knyttet til gjensalgsvtaler		80 217	45 536
Avgitt kontantsikkerhet		980	1 289
Uoppgjorte handler		53 287	1 376
Aksjer og andeler	5	4 095 366	3 790 853
Utlånte aksjer	5	255 033	166 842
Obligasjoner	5	2 329 920	2 324 626
Utlånte obligasjoner	5	89 227	25 163
Eiendom	6	141 909	106 431
Finansielle derivater	5	7 662	5 777
Andre eiendeler		3 993	3 847
SUM EIENDELER	7, 8	7 071 770	6 483 471
GJELD OG EIERS KAPITAL			
Gjeld			
Kortsiktig innlån		15	-
Innlån knyttet til gjenkjøpsavtaler		64 538	13 512
Mottatt kontantsikkerhet		33 977	27 006
Uoppgjorte handler		71 633	4 001
Finansielle derivater	5	4 060	7 895
Annen gjeld		74	318
Skyldig forvaltningsgodtgjøring	9	1 738	3 202
Sum gjeld		176 035	55 934
Eiers kapital		6 895 735	6 427 537
SUM GJELD OG EIERS KAPITAL	7, 8	7 071 770	6 483 471

KONTANTSTRØMOPPSTILLING

Beløp i millioner kroner, innbetaling (+) / utbetaling (-)	Hittil i år 30.06.2015	Hittil i år 30.06.2014	2014
Operasjonelle aktiviteter			
Netto innbetaling/utbetaling av renter på innskudd i banker og låneopptak hos banker	790	-938	-1 718
Netto innbetaling/utbetaling ved gjensalgsvtaler og gjenkjøpsavtaler	12 810	-41 424	-18 744
Netto innbetaling/utbetaling ved kjøp og salg av aksjer og andeler	-57 616	-32 848	-144 448
Netto innbetaling/utbetaling ved kjøp og salg av obligasjoner	-52 816	-88 795	-62 878
Netto innbetaling/utbetaling ved kjøp og salg av eiendom	-26 134	-7 632	-37 711
Netto innbetaling/utbetaling fra finansielle derivater	-2 399	-1 553	-1 204
Utbytte fra investeringer i aksjer og andeler	62 084	49 448	82 623
Innbetaling av renter på investeringer i obligasjoner	37 265	31 290	63 309
Inntekt mottatt fra utlån av aksjer og obligasjoner	1 902	1 607	2 550
Netto innbetaling/utbetaling fra eiendomsdrift	1 494	889	1 966
Kontantsikkerhet mottatt eller betalt ved verdipapirutlån, derivater og gjenkjøpsavtaler	5 857	6 200	-21 058
Netto innbetaling/utbetaling knyttet til andre kostnader, andre eiendeler og annen gjeld	1 129	770	-2 625
Netto innbetaling/utbetaling av skatt	-717	-1 300	-2 740
Utbetaling forvaltningshonorar til Norges Bank*	-3 202	-2 889	-2 889
Netto utbetaling fra operasjonelle aktiviteter	-19 553	-87 175	-145 567
Finansieringsaktiviteter			
Tilførsel fra den norske stat**	20 904	88 966	150 894
Netto innbetaling fra finansieringsaktiviteter	20 904	88 966	150 894
Netto endring i kontanter og kontantekvivalenter			
Kontanter og kontantekvivalenter per 1. januar	11 731	3 953	3 953
Netto innbetaling/utbetaling av kontanter i perioden	1 351	1 791	5 327
Netto gevinst/tap valuta på kontanter og kontantekvivalenter	1 079	95	2 451
Kontanter og kontantekvivalenter per periodens slutt	14 161	5 839	11 731
Kontanter og kontantekvivalenter består av:			
Innskudd i banker	14 176	5 866	11 731
Kortsiktig innlån	-15	-27	-
Totalt kontanter og kontantekvivalenter per periodens slutt	14 161	5 839	11 731

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

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

OPPSTILLING AV ENDRINGER I EIERS KAPITAL

Beløp i millioner kroner	Tilført fra eier	Opptjente resultater	Sum eiers kapital*
1. januar 2014	3 298 941	1 735 905	5 034 846
Totalresultat	-	353 240	353 240
Tilførsel i perioden*	88 400	-	88 400
30. juni 2014	3 387 341	2 089 145	5 476 486
1. juli 2014	3 387 341	2 089 145	5 476 486
Totalresultat	-	889 451	889 451
Tilførsel i perioden*	61 600	-	61 600
31. desember 2014	3 448 941	2 978 596	6 427 537
1. januar 2015	3 448 941	2 978 596	6 427 537
Totalresultat	-	447 498	447 498
Tilførsel i perioden*	20 700	-	20 700
30. juni 2015	3 469 641	3 426 094	6 895 735

* Sum eiers kapital tilsvarer Finansdepartementets innskudd på kronekonto i Norges Bank. Av totale tilførsler til kronekontoen til Statens pensjonsfond utland i de to første kvartalene av 2015 ble 3,2 milliarder kroner benyttet til å betale skyldig forvaltningsgodtgjøring for 2014, mens 17,5 milliarder kroner gikk til investeringsporteføljens plasseringer. Tilsvarende beløp for andre kvartal 2014 var henholdsvis 2,9 milliarder kroner og 85,5 milliarder kroner.

Norges Banks hovedstyre
Oslo, 12. august 2015



Øystein Olsen
Leder



Jon Nicolaisen
Nestleder



Kjetil Storesletten



Hilde Myrberg



Karen Helene Ulltveit-Moe



Liselott Kilaas



Egil Matsen

NOTER TIL REGNSKAPSRAPPORTERING

GENERELL INFORMASJON

1. INNLEDNING

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

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

Finansdepartementet har plassert fondsmidlene til forvaltning i SPU som et kroneinnskudd på en særskilt konto i Norges Bank (*kronekontoen*). Banken skal i eget navn videreplasse kronekontoen i en investeringsportefølje bestående av aksjer, rentepapirer og fast eiendom. SPU er i sin helhet investert utenfor Norge.

2. GODKJENNING AV KVARTALSREGNSKAPET

Kvartalsregnskapet til Norges Bank for andre kvartal 2015, som kun omfatter regnskapsrapporteringen for SPU, ble godkjent av hovedstyret 12. august 2015.

NOTE 2 REGNSKAPSPRINSIPPER

1. GRUNNLAG FOR UTARBEIDELSE AV KVARTALSREGNSKAPET

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

Norges Bank utarbeider kvartalsregnskap for SPU med regnskapsavslutning 31. mars, 30. juni og 30. september.

Kvartalsregnskapet utarbeides i henhold til IAS 34 *Delårsrapportering*.

Kvartalsregnskapet er basert på de samme regnskapsprinsipper og beregningsmetoder som benyttet for årsregnskapet 2014, se også punkt 3. Regnskapsprinsipper fremgår av årsrapport 2014, og kvartalsregnskapet bør derfor leses i sammenheng med denne.

2. VESENTLIGE ESTIMATER OG SKJØNNMESSIGE VURDERINGER

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

I tilfeller hvor det foreligger spesielt usikre estimater, er dette omtalt i de respektive notene. For ytterligere informasjon om vesentlige estimater og skjønnsmessige vurderinger vises det til de relevante noter i årsrapport 2014.

3. NYE/ENDREDE STANDARDER IMPLEMENTERT FRA 1. JANUAR 2015

Ingen nye eller endrede standarder er implementert per 1. januar 2015.

4. RELEVANTE ENDELIGE STANDARDER OG FORTOLKNINGER MED FORVENTET EU-GODKJENNELSE ETTER 2015

IFRS 9 Finansielle instrumenter

Ikrafttredelsestidspunktet satt av IASB for IFRS 9 er perioder som starter 1. januar 2018 eller senere. Det forventes at standarden vil bli anvendt når den er vedtatt og godkjent av EU. Implementering av IFRS 9 forventes ikke å medføre vesentlige endringer i klassifikasjon, innregning eller måling for regnskapsrapporteringen på overgangstidspunktet.

For mer informasjon om IFRS 9 se note 2 *Regnskapsprinsipper* i årsrapport 2014.

NOTE 3 AVKASTNING PER AKTIVAKLASSE

Tabell 3.1 Avkastning per aktivaklasse

	2. kvartal 2015	1. kvartal 2015	4. kvartal 2014	3. kvartal 2014	2. kvartal 2014	Hittil i år 30.06.2015
Avkastning målt i fondets valutakurv						
Aksjeinvesteringenes avkastning (prosent)	-0,23	7,53	2,74	-0,49	4,01	7,29
Renteinvesteringenes avkastning (prosent)	-2,22	1,63	1,68	0,95	2,04	-0,63
Eiendomsinvesteringenes avkastning (prosent)	1,96	3,10	3,53	1,48	3,04	5,13
Fondets avkastning (prosent)	-0,87	5,28	2,37	0,07	3,25	4,36
Avkastning målt i norske kroner (prosent)						
Aksje- og renteinvesteringenes avkastning (prosent)	-0,95	5,33	2,35	0,06	3,26	4,32
Avkastning på referanseindeksene for aksjer og obligasjoner (prosent)	-1,33	5,13	2,43	0,58	3,38	3,73
Aksje- og renteinvesteringenes relative avkastning (prosentpoeng)	0,38	0,19	-0,08	-0,52	-0,13	0,59
Aksjeinvesteringenes relative avkastning (prosentpoeng)	0,40	0,39	0,09	-0,76	-0,17	0,81
Renteinvesteringenes relative avkastning (prosentpoeng)	0,34	-0,14	-0,39	-0,14	-0,07	0,22
Avkastning målt i norske kroner (prosent)						
Aksjeinvesteringenes avkastning	-1,17	11,29	16,14	-0,20	7,09	9,99
Renteinvesteringenes avkastning	-3,14	5,17	14,94	1,24	5,06	1,87
Eiendomsinvesteringenes avkastning	1,00	6,70	17,04	1,78	6,09	7,77
Fondets avkastning	-1,81	8,95	15,72	0,36	6,31	6,98
Aksje- og renteinvesteringenes avkastning	-1,89	9,00	15,70	0,35	6,31	6,95

For nærmere informasjon om beregningsmetode i avkastningsmålingen, se note 3 *Porteføljeresultat før*

gevinst/tap valuta og avkastning per aktivaklasse i årsrapport 2014.

NOTE 4 INNTEKT/KOSTNAD FRA AKSJER OG ANDELER, OBLIGASJONER OG FINANSIELLE DERIVATER

Tabeller 4.1 til 4.3 spesifiserer inntekts- og kostnads-
elementer for henholdsvis *Aksjer og andeler*,
Obligasjoner og *Finansielle derivater*, hvor linjen

Inntekt/kostnad viser beløpet innregnet i resultat-
regnskapet for den aktuelle resultatlinjen.

Tabell 4.1 Spesifisering Inntekt/kostnad fra aksjer og andeler

Beløp i millioner kroner	2. kvartal 2015	2. kvartal 2014	Hittil i år 30.06.2015	Hittil i år 30.06.2014	2014
Utbytte	40 148	32 545	64 385	53 045	87 962
Inntekt fra verdipapirutlån	1 234	1 110	1 898	1 671	2 578
Realisert gevinst/tap	40 197	25 216	78 287	47 518	75 832
Urealisert gevinst/tap	-112 848	88 797	173 839	83 696	222 149
Inntekt/kostnad fra aksjer og andeler før gevinst/tap valuta	-31 269	147 668	318 409	185 930	388 521

Tabell 4.2 Spesifisering Inntekt/kostnad fra obligasjoner

Beløp i millioner kroner	2. kvartal 2015	2. kvartal 2014	Hittil i år 30.06.2015	Hittil i år 30.06.2014	2014
Renter	18 115	15 640	37 694	30 838	65 472
Inntekt fra verdipapirutlån	27	4	45	12	21
Realisert gevinst/tap	6 064	4 023	17 940	5 117	14 831
Urealisert gevinst/tap	-74 293	24 100	-54 029	47 566	77 703
Inntekt/kostnad fra obligasjoner før gevinst/tap valuta	-50 087	43 767	1 650	83 533	158 027

Tabell 4.3 Spesifisering Inntekt/kostnad fra finansielle derivater

Beløp i millioner kroner	2. kvartal 2015	2. kvartal 2014	Hittil i år 30.06.2015	Hittil i år 30.06.2014	2014
Renter	-175	-128	-487	-80	-285
Realisert gevinst/tap	861	-1 294	-1 014	-2 792	-4 226
Urealisert gevinst/tap	3 610	852	2 977	1 025	-3 697
Inntekt/kostnad fra finansielle derivater før gevinst/tap valuta	4 296	-570	1 476	-1 847	-8 208

NOTE 5 BEHOLDNINGER AV AKSJER OG ANDELER, OBLIGASJONER OG FINANSIELLE DERIVATER

Tabell 5.1 Aksjer og andeler

Beløp i millioner kroner	30.06.2015		31.12.2014	
	Virkelig verdi inkl. utbytte	Opptjent utbytte	Virkelig verdi inkl. utbytte	Opptjent utbytte
Børsnoterte aksjer og andeler	4 350 399	7 268	3 957 695	7 012
Sum aksjer og andeler	4 350 399	7 268	3 957 695	7 012
<i>Herav utlånte aksjer</i>	255 033		166 842	

Tabell 5.2 Obligasjoner

Beløp i millioner kroner	30.06.2015			31.12.2014		
	Nominell verdi	Virkelig verdi inkl. opp-tjente renter	Opp-tjente renter	Nominell verdi	Virkelig verdi inkl. opp-tjente renter	Opp-tjente renter
Statsobligasjoner	1 159 422	1 322 681	11 247	1 095 771	1 296 796	9 832
Statsrelaterte obligasjoner	320 550	339 318	2 928	316 496	343 771	3 308
Realrenteobligasjoner	71 399	87 605	413	52 788	63 715	222
Selskapsobligasjoner	489 871	504 686	5 311	430 017	454 559	4 933
Pantesikrede obligasjoner	164 481	164 857	1 804	176 199	190 948	2 767
Sum obligasjoner	2 205 723	2 419 147	21 703	2 071 271	2 349 789	21 062
<i>Herav utlånte obligasjoner</i>		89 227			25 163	

Tabell 5.3 Finansielle derivater

Beløp i millioner kroner	30.06.2015			31.12.2014		
	Pålydende verdi	Virkelig verdi		Pålydende verdi	Virkelig verdi	
		Eiendel	Gjeld		Eiendel	Gjeld
Valutaderivater	339 515	2 993	519	204 179	5 275	3 141
Rentederivater	43 155	1 150	3 541	37 194	112	4 754
Aksjederivater*	6 891	3 519	-	1 596	390	-
Sum finansielle derivater	389 561	7 662	4 060	242 969	5 777	7 895

* Aksjederivater inneholder rights og warrants (tidligere presentert som opsjoner), og deltagerssertifikater.

NOTE 6 EIENDOM

Investeringer i eiendom som er presentert på balanselinjen *Eiendom* består av unoterte investeringer. De ulike eiendomsinvesteringene er eid gjennom datterselskaper. Disse datterselskapene måles til virkelig verdi over resultatet og endringer i virkelig verdi resultatføres.

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

Tabell 6.1 Inntekt/kostnad fra Eiendom

Beløp i millioner kroner	2. kvartal 2015	2. kvartal 2014	Hittil i år 30.06.2015	Hittil i år 30.06.2014	2014
Utbytte	388	171	710	226	598
Renteinntekter	450	316	753	654	1 368
Urealisert gevinst/tap	3 544	1 396	5 919	2 219	5 194
Inntekt/kostnad fra Eiendom før gevinst/tap valuta	4 382	1 883	7 382	3 099	7 160

Tabell 6.2 Balanseendringer Eiendom

Beløp i millioner kroner	30.06.2015	31.12.2014
Eiendom, inngående balanse 1. januar	106 431	51 032
Tilgang nye investeringer	26 134	37 711
Urealisert gevinst/tap	5 919	5 194
Valutaeffekt ved omregning til norske kroner	3 425	12 494
Eiendom, utgående balanse for perioden	141 909	106 431

UNDERLIGGENDE EIENDOMSSELSKAPER

Datterselskapene har investeringer i andre ikke-konsoliderte unoterte selskaper. Disse selskapene har videre investert i eiendom, primært bygninger. Virkelig verdi av *Eiendom* anses å være summen av alle underliggende eiendeler og forpliktelser målt til virkelig verdi, justert for SPUs eierandel. Eiendelene og forpliktelsene er spesifisert i tabell 6.4. For ytterligere informasjon angående måling av eiendomseiendeler og -forpliktelser til virkelig verdi, se note 7 *Måling til virkelig verdi*.

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

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

Tabell 6.3 Inntekt fra underliggende eiendomsselskaper

Beløp i millioner kroner	2. kvartal 2015	2. kvartal 2014	Hittil i år 30.06.2015	Hittil i år 30.06.2014	2014
Netto leieinntekter*	1 539	732	2 981	1 582	3 747
Virkelig verdiendringer – bygninger	3 407	1 486	5 444	2 153	5 464
Virkelig verdiendringer – gjeld	398	-121	253	-151	-395
Transaksjonskostnader	-134	-2	-178	-95	-586
Rentekostnader ekstern gjeld	-155	-68	-294	-133	-354
Betalbar skatt	-28	-18	-42	-43	-81
Endring utsatt skatt	-189	-57	-236	-81	-292
Driftskostnader innenfor rammen fra Finansdepartementet**	-20	-19	-41	-38	-83
Andre driftskostnader***	-436	-50	-505	-95	-261
Netto inntekt eiendomsselskaper	4 382	1 883	7 382	3 099	7 160

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

** Se tabell 9.2 for spesifikasjon av driftskostnader som inngår i rammen for forvaltningsgodtgjøring fra Finansdepartementet.

*** Andre driftskostnader består av honorar til eksterne forvaltere for forvaltning av eiendommene, samt andre kostnader som ikke dekkes innenfor rammen fra Finansdepartementet.

Tabell 6.4 gir en spesifikasjon av eiendeler og forpliktelse som inngår i de underliggende eiendomsselskapene.

Tabell 6.4 Spesifikasjon eiendeler og forpliktelse eiendomsselskaper

Beløp i millioner kroner	30.06.2015	31.12.2014
Innskudd i banker	2 245	1 170
Bygninger	158 567	118 515
Ekstern gjeld	-16 917	-11 985
Betalbar skatt	-175	-98
Netto utsatt skatt	-766	-520
Netto andre eiendeler og forpliktelse	-1 045	-651
Sum eiendeler og forpliktelse eiendomsselskaper	141 909	106 431

I tillegg til unoterte eiendomsinvesteringer presentert på balansenlinjen *Eiendom*, inngår børsnoterte eiendomsinvesteringer i aktivaklassen eiendom.

Børsnoterte eiendomsinvesteringer er presentert

på balansenlinjen *Aksjer og andeler*, og utgjør 42 256 millioner kroner ved kvartalsslutt sammenlignet med 33 238 millioner kroner ved årsslutt 2014.

NOTE 7 MÅLING TIL VIRKELIG VERDI

1. INNLEDNING

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

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

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

For en oversikt over verdsettelsesmetoder og modeller, samt definisjoner og anvendelse av kategoriene for verdsettelsesusikkerhet, se note 6 *Måling til virkelig verdi* i årsrapport 2014.

VESENTLIG ESTIMAT

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

2. HIERARKIET FOR VIRKELIG VERDI

Tabell 7.1 Investeringer på nivåer for verdsettelsesusikkerhet

Beløp i millioner kroner	Nivå 1		Nivå 2		Nivå 3		Totalt	
	30.06.2015	31.12.2014	30.06.2015	31.12.2014	30.06.2015	31.12.2014	30.06.2015	31.12.2014
Aksjer og andeler	4 309 653	3 925 476	36 250	30 236	4 496	1 983	4 350 399	3 957 695
Statsobligasjoner	1 191 466	1 141 268	131 215	155 528	-	-	1 322 681	1 296 796
Statsrelaterte obligasjoner	299 993	308 397	38 359	27 424	966	7 950	339 318	343 771
Realrenteobligasjoner	75 067	55 613	12 538	8 102	-	-	87 605	63 715
Selskapsobligasjoner	477 488	246 887	26 468	192 266	730	15 406	504 686	454 559
Pantesikrede obligasjoner	154 331	172 332	9 000	16 703	1 526	1 913	164 857	190 948
Sum obligasjoner	2 198 345	1 924 497	217 580	400 023	3 222	25 269	2 419 147	2 349 789
Finansielle derivater (eiendeler)	460	-	7 202	5 777	-	-	7 662	5 777
Finansielle derivater (gjeld)	-	-	-4 060	-7 895	-	-	-4 060	-7 895
Sum finansielle derivater	460	-	3 142	-2 118	-	-	3 602	-2 118
Eiendom	-	-	-	-	141 909	106 431	141 909	106 431
Annet*	-	-	-17 584	18 942	-	-	-17 584	18 942
Totalt	6 508 458	5 849 973	239 388	447 083	149 627	133 683	6 897 473	6 430 739
Totalt (prosent)	94,3	91,0	3,5	6,9	2,2	2,1	100,0	100,0

* Annet består av ikke-investerings eiendeler og forpliktelser begrenset til pengemarkedsinstrumenter, herunder gjensalgavtaler, gjenkjøpsavtaler, innskudd i banker, kortsiktig innlån, uoppgjorte handler, avgitt og mottatt kontantsikkerhet og andre eiendeler og gjeld.

Verdsettelsesusikkerheten for SPU totalt ved utgangen av andre kvartal 2015 er i hovedsak uendret sammenlignet med utgangen av 2014. Majoriteten av den totale porteføljen er forbundet med lav verdsettelsesusikkerhet og klassifisert som nivå 1 eller 2 (97,8 prosent ved

utgangen av andre kvartal 2015 sammenlignet med 97,9 prosent ved årsslutt 2014). Det har imidlertid vært bevegelser mellom nivå 1 og nivå 2 i løpet av første halvår 2015, og disse er nærmere omtalt i punkt 3 i denne noten.

Aksjer og andeler

For aksjer og andeler er usikkerheten rundt virkelig verdi tilnærmet uendret gjennom kvartalet. Målt som andel av total verdi er tilnærmet alle aksjer og andeler (99,1 prosent) priset ut i fra offisielle sluttkurser på børs og er klassifisert som nivå 1. Et fåtall aksjer og andeler (0,8 prosent) er tilordnet nivå 2. Herunder tilordnes aksjer som nylig er suspendert fra handel eller illikvide aksjer som ikke handles hver dag. Enkelte beholdninger (0,1 prosent), som ikke er børsnotert eller som har vært suspendert over lengre tid, har høy usikkerhet rundt etablering av virkelig verdi og er klassifisert som nivå 3.

Obligasjoner

Majoriteten av obligasjoner (90,9 prosent) er klassifisert som nivå 1 ved utgangen av andre kvartal. Obligasjoner på dette nivået har observerbare markedspriser som kan handles på. Et mindretall av obligasjoner (9,0 prosent) er tilordnet nivå 2. Disse har ikke tilstrekkelig grad av markedspriser som kan handles på, eller de prises ut i fra sammenlignbare, men likvide, obligasjoner. Enkelte obligasjoner og rentebærende instrumenter (0,1 prosent), hvor markedspriser ikke er observerbare, er klassifisert til nivå 3.

Eiendom

Alle eiendomsinvesteringer er klassifisert som nivå 3, da modeller er brukt for å verdsette de underliggende eiendelene og forpliktelsene med utstrakt bruk av ikke-observerbare inndata. Alle eiendomsinvesteringer er målt til verdien fastsatt av eksterne verdsettere, med unntak av nye innkjøpte eiendommer hvor kost-

pris eksklusive transaksjonskostnader er ansett som det beste anslaget på virkelig verdi.

3. BEVEGELSER MELLOM NIVÅER I HIERARKIET

Reklassifisering mellom nivå 1 og nivå 2

Det er ingen signifikant endring mellom nivåene innen aksjer og andeler sammenlignet med årsslutt. Aksjer i greske og enkelte kinesiske selskaper, som nylig har blitt suspendert fra handel, er imidlertid flyttet fra nivå 1 til nivå 2 i løpet av andre kvartal. Andre enkeltaksjer, som tidligere var suspendert, men hvor handel er gjenopptatt, er reklassifisert til nivå 1. Målt som andel av total verdi, er nivåene tilnærmet uendret.

Gjennom andre kvartal, er andelen av obligasjoner som er tilordnet nivå 1 eller nivå 2 nærmest uendret. Enkelte obligasjoner som ikke hadde tilstrekkelig grad av observerbare markedspriser ved kvartalsslutt, er flyttet fra nivå 1 til nivå 2.

Sammenlignet med årsslutt 2014, er det ingen vesentlige endring i faktisk verdsettelsesusikkerhet for obligasjoner. I løpet av første kvartal ble imidlertid en signifikant andel av obligasjoner reklassifisert fra nivå 2 til nivå 1. Hovedårsaken til denne reklassifiseringen var et bredere informasjonsgrunnlag som ga økt markedstransparens og innsikt i likviditet gjennom ytterligere tilgang på detaljert markedsinformasjon, herunder omfanget av gjennomførte handler i markedet over en lengre periode.

Tabell 7.2 Endringer i nivå 3 beholdninger

Beløp i millioner kroner	01.01.2015	Kjøp	Salg	Forfalte og innbetalte	Netto gevinst/tap	Overført til nivå 3	Overført fra nivå 3	Gevinst/tap valuta	30.06.2015
Aksjer og andeler	1 983	394	-129	16	-231	2 612	-175	26	4 496
Obligasjoner	25 269	2 859	-505	-243	-372	117	-24 188	285	3 222
Eiendom	106 431	26 134	-	-	5 919	-	-	3 425	141 909
Totalt	133 683	29 387	-634	-227	5 316	2 729	-24 363	3 736	149 627

Beløp i millioner kroner	01.01.2014	Kjøp	Salg	Forfalte og innbetalte	Netto gevinst/tap	Overført til nivå 3	Overført fra nivå 3	Gevinst/tap valuta	31.12.2014
Aksjer og andeler	1 753	180	-138	19	-548	417	-67	367	1 983
Obligasjoner	1 571	9 247	-173	-230	68	10 455	-96	4 427	25 269
Eiendom	51 032	37 711	-	-	5 194	-	-	12 494	106 431
Totalt	54 356	47 138	-311	-211	4 714	10 872	-163	17 288	133 683

Aksjer og andeler i nivå 3 har økt sammenlignet med utgangen av 2014. Dette skyldes enkeltaksjer som har vært suspendert fra handel over lengre tid.

Den relative andelen av obligasjoner i nivå 3 er betydelig lavere sammenlignet med utgangen av 2014. Dette skyldes i stor grad reklassifiseringer i første kvartal.

Årsaken til denne reklassifiseringen er omtalt ovenfor. I tillegg er flere obligasjonsbeholdninger omklassifisert til høyere nivå i andre kvartal. Disse obligasjonene er i hovedsak priset basert på sammenlignbare utstedelser og de innehar dermed lavere usikkerhet rundt etablering av virkelig verdi.

4. SENSITIVITETSANALYSE FOR NIVÅ 3 BEHOLDNINGER

Tabell 7.3 Ytterligere spesifisering nivå 3 og sensitiviteter

Beløp i millioner kroner	Sensitiviteter 30.06.2015		Sensitiviteter 31.12.2014			
	Spesifisering av nivå 3 per 30.06.2015	Ufordelaktige endringer	Fordelaktige endringer	Spesifisering av nivå 3 per 31.12.2014	Ufordelaktige endringer	Fordelaktige endringer
Aksjer og andeler	4 496	-3 372	836	1 983	-843	587
Statsrelaterte obligasjoner	966	-509	32	7 950	-781	780
Selskapsobligasjoner	730	-125	177	15 406	-1 884	1 640
Pantesikrede obligasjoner	1 526	-153	153	1 913	-191	287
Sum obligasjoner	3 222	-787	362	25 269	-2 856	2 707
Eiendom	141 909	-7 377	8 095	106 431	-5 532	6 071
Totalt	149 627	-11 536	9 293	133 683	-9 231	9 365

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

Usikkerhet forbundet med verdsettelse av virkelig verdi for eiendomsinvesteringer er i hovedsak uendret i forhold til forrige årsslutt, men den totale verdsettelsesusikkerheten målt i kroner øker etter hvert som porteføljen vokser. Eiendomsverdiene er spesielt sensitive til endringer i avkastning (diskonteringsrente) og forutsetninger som påvirker fremtidige inntekter. Under et ufordelaktig scenario er det beregnet at en endring i diskonteringsrente på +0,2 prosentpoeng, og en reduksjon i fremtidige leieinntekter på -2 prosent vil redusere eiendomsporteføljens verdi med om lag

5,2 prosent eller 7 377 millioner kroner. Under et fordelaktig scenario vil en tilsvarende endring i diskonteringsrenten på -0,2 prosentpoeng og en økning i fremtidige leieinntekter på 2 prosent øke eiendomsporteføljens verdi med 5,7 prosent eller 8 095 millioner kroner.

Den relative verdsettelsesusikkerheten for aksjer har økt noe sammenlignet med årsslutt. Dette skyldes at sammensetningen av selskaper tilordnet nivå 3 har endret seg, samtidig som verdiene i dette nivået har økt. For obligasjoner er det relative utfallsrommet i sensitivitetsanalysen tilnærmet uendret siden årsslutt. Målt i kroner er imidlertid opp- og nedside lavere ettersom obligasjonsverdiene tilordnet nivå 3 har gått ned.

NOTE 8 RISIKO

MARKEDSRISIKO

Markedsrisiko er risiko for endringer i porteføljens verdi på grunn av endring i aksjekurser, renter, eiendomsverdier, valutakurser og kredittpåslag. Norges Bank måler markedsrisiko både absolutt og relativt til referanseindekser for plasseringer i SPU.

Aktivaklasse per land og valuta

En viktig dimensjon innenfor markedsrisiko er konsentrasjonsrisiko. Tabell 8.1 gir et bilde av hvor SPU er investert på tvers av de tre aktivklassene, gruppert på land innenfor aksjer og eiendom samt valuta innenfor obligasjoner. Oppstillingen viser at aksjeinvesteringene som andel av SPU har økt fra 61,3 prosent ved årsslutt 2014 til 62,8 prosent ved utgangen av andre kvartal.

Tabell 8.1 Fordeling per aktivaklasse, land og valuta

Aktivaklasse	Markedsverdi i prosent per land og valuta*				Markedsverdi i prosent per aktivaklasse		Eiendeler minus gjeld før forvaltningsgodtgjøring	
	Marked	30.06.2015	Marked	31.12.2014	30.06.2015	31.12.2014	30.06.2015	31.12.2014
Aksjer	Utviklet	90,1	Utviklet	90,2				
	USA	33,5	USA	33,7				
	Storbritannia	12,1	Storbritannia	12,5				
	Japan	9,1	Japan	7,4				
	Tyskland	5,9	Tyskland	6,1				
	Frankrike	5,5	Frankrike	5,8				
	Sum andre	24,0	Sum andre	24,7				
	Fremvoksende	9,9	Fremvoksende	9,8				
	Kina	3,4	Kina	2,9				
	Taiwan	1,5	Taiwan	1,5				
	India	1,0	India	1,0				
	Brasil	0,7	Brasil	0,9				
	Sør-Afrika	0,6	Sør-Afrika	0,6				
	Sum andre	2,7	Sum andre	2,9				
Aksjer totalt					62,8	61,3	4 329 763	3 939 923
Obligasjoner	Utviklet	86,9	Utviklet	87,2				
	Amerikanske dollar	42,4	Amerikanske dollar	41,4				
	Euro	23,3	Euro	24,5				
	Japanske yen	7,2	Japanske yen	7,4				
	Britiske pund	5,3	Britiske pund	5,3				
	Kanadiske dollar	3,3	Kanadiske dollar	3,3				
	Sum andre	5,4	Sum andre	5,3				
	Fremvoksende	13,1	Fremvoksende	12,8				
	Meksikanske peso	1,8	Meksikanske peso	1,8				
	Sørkoreanske won	1,6	Brasilianske real	1,5				
	Brasilianske real	1,2	Sørkoreanske won	1,5				
	Tyrkiske lira	1,1	Tyrkiske lira	1,1				
	Indiske rupi	1,0	Indiske rupi	1,0				
	Sum andre	6,4	Sum andre	5,9				
Obligasjoner totalt					34,5	36,5	2 381 540	2 349 948
Eiendom	USA	40,1	Storbritannia	30,9				
	Storbritannia	29,4	USA	30,7				
	Frankrike	12,3	Frankrike	15,9				
	Tyskland	7,4	Tyskland	9,7				
	Sveits	4,6	Sveits	5,5				
	Sum andre	6,2	Sum andre	7,3				
Eiendom totalt**					2,7	2,2	186 169	140 868

* Markedsverdi per land og valuta inkluderer derivater og kontanter.

** Eiendom totalt inkluderer børsnoterte eiendomsinvesteringer. Disse presenteres i balansen som Aksjer og andeler.

Volatilitet

Risikomodeller benyttes for å kvantifisere risiko for svingninger i verdi knyttet til hele eller deler av porteføljen. Ett av risikomålene er forventet volatilitet.

Tabell 8.2 og 8.3 presenterer risiko både i form av porteføljens absolutte risiko og i form av den relative risikoen. Eiendomsinvesteringer er kun inkludert i beregningene for absolutt volatilitet

Tabell 8.2 Porteføljrisiko, forventet volatilitet i prosent

	Forventet volatilitet, faktisk portefølje							
	30.06.2015	Min 2015	Maks 2015	Snitt 2015	31.12.2014	Min 2014	Maks 2014	Snitt 2014
Portefølje	9,8	8,1	9,8	8,9	8,2	7,9	9,3	8,7
Aksjer	12,2	10,9	12,2	11,5	11,1	11,0	14,4	13,0
Obligasjoner	9,4	7,9	9,5	8,8	7,9	7,5	8,9	8,3

Tabell 8.3 Relativ risiko, forventet relativ volatilitet i basispunkter

	Forventet relativ volatilitet							
	30.06.2015	Min 2015	Maks 2015	Snitt 2015	31.12.2014	Min 2014	Maks 2014	Snitt 2014
Portefølje	32	32	38	35	38	38	63	51
Aksjer	42	42	52	47	52	49	71	60
Obligasjoner	58	55	64	59	59	52	69	60

Modellene som er benyttet i beregningen av ovenstående informasjon er forklart i note 7 Risiko i årsrapport 2014.

Risiko målt ved forventet volatilitet viser en økning for porteføljen i årets andre kvartal, fra 8,2 ved årets begynnelse til 9,8. Forventet volatilitet for aksjer økte fra 11,1 til 12,2, mens forventet volatilitet for obligasjoner økte fra 7,9 til 9,4. Økningen i volatilitet skyldes i hovedsak større svingninger i valutamarkedene. Risikomålet indikerer en forventet årlig verdisvingning på 9,8 prosent

eller om lag 670 milliarder kroner ved utgangen av kvartalet.

KREDITTRISIKO

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

Tabell 8.4 Obligasjonsporteføljen fordelt etter kredittvurdering

Beløp i millioner kroner, 30.06.2015	AAA	AA	A	BBB	Lavere vurdering	Total
Statsobligasjoner	613 509	215 520	287 479	202 924	3 249	1 322 681
Statsrelaterte obligasjoner	129 368	153 396	24 387	29 542	2 625	339 318
Realrenteobligasjoner	56 873	7 148	1 307	22 277	-	87 605
Selskapsobligasjoner	2 029	39 305	226 772	226 523	10 057	504 686
Pantesikrede obligasjoner	132 723	15 602	10 219	6 187	126	164 857
Sum obligasjoner	934 502	430 971	550 164	487 453	16 057	2 419 147

Beløp i millioner kroner, 31.12.2014	AAA	AA	A	BBB	Lavere vurdering	Total
Statsobligasjoner	606 852	186 044	277 444	223 334	3 122	1 296 796
Statsrelaterte obligasjoner	142 390	142 134	23 671	32 777	2 799	343 771
Realrenteobligasjoner	34 971	5 421	1 566	21 757	-	63 715
Selskapsobligasjoner	1 574	37 266	219 892	186 376	9 451	454 559
Pantesikrede obligasjoner	143 441	9 858	17 824	18 786	1 039	190 948
Sum obligasjoner	929 228	380 723	540 397	483 030	16 411	2 349 789

Andelen av obligasjonsbeholdningen kategorisert med kredittvurdering AAA ble redusert til 38,6 prosent ved slutten av andre kvartal sammenlignet med 39,5 prosent ved årsslutt 2014. Dette skyldes i stor grad nedgraderingen av østerriksk statsgjeld fra AAA til AA kategorien, samt reduksjon i beholdningen av pantsikrede obligasjoner i AAA kategorien. BBB kategorien ble redusert til 20,1 prosent fra 20,6 prosent ved slutten av andre kvartal sammenlignet med årsslutt 2014. Innenfor denne kategorien økte andelen selskapsobligasjoner med 1,4 prosentpoeng mens statsobliga-

sjoner ble redusert med 1,1 prosentpoeng ved slutten av andre kvartal sammenlignet med årsslutt 2014. Kategorien Lavere vurdering var stabil med 0,7 prosent ved slutten av andre kvartal sammenlignet med årsslutt. Kredittkvaliteten på obligasjonsporteføljen er ikke betydelig endret siden årsslutt 2014.

MOTPARTSRISIKO

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

Tabell 8.5 Motpartsrisiko per type posisjon

Beløp i millioner kroner, 30.06.2015	Brutto eksponering	Motregnings-effekter	Sikkerheter og garantier	Netto eksponering
Tidsinnskudd og usikrede bankinnskudd*	16 029	-	-	16 029
Ikke-børsnoterte derivater inklusiv valutakontrakter	21 756	6 743	913	14 100
Clearede ikke-børsnoterte og børsnoterte derivater**	6 839	-	-	6 839
Gjenkjøps- og gjensalgsvtaler	3 416	247	263	2 906
Verdipapirutlånstransaksjoner	32 557	-	29 498	3 059
Oppgjørslisiko på motpart og transaksjoner med lang oppgjørstid	281	-	-	281
Deltagelsessertifikater	2 824	-	-	2 824
Totalt	83 702	6 990	30 674	46 038

Beløp i millioner kroner, 31.12.2014	Brutto eksponering	Motregnings-effekter	Sikkerheter og garantier	Netto eksponering
Tidsinnskudd og usikrede bankinnskudd*	13 268	-	-	13 268
Ikke-børsnoterte derivater inklusiv valutakontrakter	10 162	5 254	-1 658	6 566
Clearede ikke-børsnoterte og børsnoterte derivater**	5 603	-	-	5 603
Gjenkjøps- og gjensalgsvtaler	989	-	-	989
Verdipapirutlånstransaksjoner	16 480	-	15 345	1 135
Oppgjørslisiko på motpart og transaksjoner med lang oppgjørstid	15	-	-	15
Deltagelsessertifikater	-	-	-	-
Totalt	46 517	5 254	13 687	27 576

* Beløpet inkluderer bankinnskudd i ikke-konsoliderte datterselskaper eiendom.

** Gjelder futureshandler og rentebytteavtaler som er cleared av sentral motpart.

Tabell 8.5 viser motpartsrisiko per type posisjon per 30. juni 2015, aggregert for SPU.

Motpartsrisikoen målt ved både brutto og netto risikoeksponering har økt siden årsslutt 2014 for alle posisjonstyper. Økningen i brutto risikoeksponering skyldes i hovedsak en økning i utlån av verdipapir samt høyere oppgjørsrisiko fra valutakontrakter ved utgangen av andre kvartal sammenlignet med årsslutt 2014. Ved årsslutt ble det gjort få valutakontrakter mens aktiviteten i valutakontrakter var høyere ved utgangen av andre kvartal, spesielt for valutakontrakter som genererer oppgjørsrisiko. Det er i hovedsak valutakontrakter i valuta knyttet til fremvoksende markeder

som genererer oppgjørsrisiko. Netto risikoeksponering økte med om lag 70 prosent ved utgangen av 2. kvartal sammenlignet med årsslutt 2014. Dette skyldes hovedsakelig høyere motpartsrisiko i forbindelse med oppgjør av valutakontrakter, bruk av deltagersertifikater, økte bankinnskudd og økt volum av gjenkjøps- og gjensalgssavtaler. Netto risikoeksponering fra verdipapirutlånstransaksjoner er lav sammenlignet med brutto risikoeksponeringen ettersom utlånsagenten garanterer store deler av verdipapirutlånsprogrammet. Deltagessertifikater er et instrument som gir eksponering mot kursutvikling til aksjer, men gir samtidig motpartsrisiko mot utsteder av sertifikatet.

NOTE 9 FORVALTNINGSKOSTNADER

SPU forvaltes av Norges Bank. Kostnadene knyttet til forvaltningen av fondet påløper i hovedsak i Norges Bank. Forvaltningskostnader påløper også i datterselskaper eiendom.

FORVALTNINGSKOSTNADER I NORGES BANK

Finansdepartementet refunderer Norges Bank for kostnader som påløper i forbindelse med forvaltningen

av SPU, i form av en forvaltningsgodtgjøring. Forvaltningsgodtgjøringen tilsvarer faktiske kostnader påløpt i Norges Bank, inkludert avkastningsavhengige honorarer til eksterne forvaltere, og belastes periodens resultatet på linjen *Forvaltningsgodtgjøring*. Kostnader inkludert i forvaltningsgodtgjøringen er spesifisert i tabell 9.1.

Tabell 9.1 Forvaltningsgodtgjøring

Beløp i millioner kroner	2. kvartal		Hittil i år		Hittil i år		Basis-	
	2015	2014	30.06.2015	punkter	30.06.2014	punkter	2014	punkter
Lønn, arbeidsgiveravgift og andre personalkostnader	234	172	507		350		763	
Kostnader til depot	87	108	195		229		457	
IT-tjenester, systemer og data	158	114	298		233		488	
Analyse, konsulent og juridiske tjenester	55	36	111		72		169	
Øvrige kostnader	42	32	82		63		119	
Fordelte felleskostnader Norges Bank	31	28	62		57		112	
Faste honorarer til eksterne forvaltere	187	133	366		237		445	
Forvaltningsgodtgjøring eksklusive avkastningsavhengige honorarer	794	623	1 621	4,8	1 241	4,8	2 553	4,7
Avkastningsavhengige honorarer til eksterne forvaltere	13	-188	117		128		649	
Forvaltningsgodtgjøring	807	435	1 738	5,2	1 369	5,3	3 202	5,9

FORVALTNINGSKOSTNADER I DATTERSELSKAPER EIENDOM

Forvaltningskostnader som påløper i datterselskaper eiendom består av driftskostnader knyttet til forvalt-

ningen av eiendomsporteføljen. Disse kostnadene er spesifisert i tabell 9.2.

Tabell 9.2 Forvaltningskostnader datterselskaper eiendom

Beløp i millioner kroner	2. kvartal 2015	2. kvartal 2014	Hittil i år 30.06.2015	Hittil i år 30.06.2014	2014
Lønn, arbeidsgiveravgift og andre personalkostnader	6	7	11	13	25
IT-tjenester, systemer og data	4	3	9	6	14
Analyse, konsulent og juridiske tjenester	4	4	8	8	22
Honorarer knyttet til administrasjon av eiendomsinvesteringer (eksterne)	2	1	5	3	7
Øvrige kostnader, datterselskaper	4	4	8	8	15
Sum forvaltningskostnader datterselskaper eiendom	20	19	41	38	83

Det påløper også andre driftskostnader i datterselskaper eiendom knyttet til løpende vedlikehold samt drift av bygninger og leieforhold. Disse kostnadene er ikke definert som forvaltningskostnader ettersom de er direkte relatert til de underliggende bygningene og er ikke en del av forvaltningen av eiendomsporteføljen. I tillegg påløper det både forvaltningskostnader og andre driftskostnader i deleide eiendomsselskaper.

Både forvaltningskostnader og andre driftskostnader som påløper i hel- og deleide eiendomsselskaper er belastet porteføljerisikoen direkte på linjen *Inntekt/kostnad fra Eiendom*. Se tabell 6.3 i note 6 *Eiendom* for ytterligere informasjon.

ØVRE KOSTNADSGRENSE FOR DEKNING AV FORVALTNINGSKOSTNADER

Finansdepartementet har fastsatt en øvre kostnads- grense for dekning av forvaltningskostnader. Summen av forvaltningskostnader som påløper i Norges Bank og i datterselskaper eiendom, eksklusiv avkastnings- avhengige honorarer til eksterne forvaltere, er for 2015

begrenset oppad til 9 basispunkter av gjennomsnittlige eiendeler under forvaltning. Andre driftskostnader som påløper i datterselskaper eiendom, samt kostnader som påløper i deleide eiendomsselskaper, inngår ikke i kostnadene som er oppad begrenset til den øvre kostnadsgrensen.

Samlede forvaltningskostnader som måles mot den øvre kostnadsgrensen utgjør i 2. kvartal 2015 814 millioner kroner. Dette består av 794 millioner kroner i forvaltningskostnader i Norges Bank eksklusive avkastningsavhengige honorarer og 20 millioner kroner i forvaltningskostnader i datterselskaper eiendom. Dette tilsvarer 4,9 basispunkter av forvaltet kapital på årsbasis.

Avkastningsavhengige honorarer utgjør i 2. kvartal 2015 13 millioner kroner og de samlede forvalt- ningskostnader inklusive avkastningsavhengige honorarer utgjør 827 millioner kroner. Dette tilsvarer 5,3 basispunkter av forvaltet kapital på årsbasis.

UTTALELSE VEDRØRENDE FORENKLET REVISORKONTROLL AV DELÅRSRAPPORTERING

Vi har foretatt en forenklet revisorkontroll av regnskapsrapporteringen for investeringsporteføljen til Statens pensjonsfond utland. Datterselskaper av Norges Bank som utelukkende utgjør investeringer som ledd i forvaltningen av investeringsporteføljen inngår i regnskapsrapporteringen. Regnskapsrapporteringen består av balanse per 30. juni 2015, periodens resultat og totalresultat, oppstilling av endringer i eiers kapital, kontantstrømpstilling for seks måneders perioden avsluttet denne dato, og utvalgte forklarende noter. Hovedstyret og ledelsen er ansvarlig for utarbeidelsen av og fremstillingen av delårsrapporteringen i samsvar med International Accounting Standard 34 “Interim Financial Reporting” som fastsatt av EU. Vår oppgave er å avgi en uttalelse om delårsrapporteringen basert på vår forenklete revisorkontroll.

Omfanget av den forenklete revisorkontrollen

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

Konklusjon

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

Oslo, 12. august 2015

Deloitte AS



Aase Aa. Lundgaard
statsautorisert revisor

