

1.KV.|18

**STATENS
PENSJONSFOND
UTLAND**

**KVARTALSRAPPORT
/2018**

HOVEDPUNKTER

Tall og fakta 1. kvartal 2018

-1,5%

-171 milliarder kroner

Statens pensjonsfond utland fikk en avkastning på **-1,5** prosent, eller **-171** milliarder kroner, i første kvartal 2018.



**AKSJE-
INVESTERINGER**

-2,2 %



**UNOTERTE
EIENDOMS-
INVESTERINGER**

2,5 %



**RENTE-
INVESTERINGER**

-0,4 %

Avkastningen på fondets aksjeinvesteringer var **-2,2** prosent. Investeringer i unotert eiendom fikk en avkastning på **2,5** prosent. Renteinvesteringene fikk en avkastning på **-0,4** prosent.

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

8 124

milliarder kroner

Ved utgangen av kvartalet var fondets markedsverdi **8 124** milliarder kroner. Fondet var investert med **66,2** prosent i aksjer, **2,7** prosent i unotert eiendom og **31,2** prosent i rentepapirer.



**AKSJE-
INVESTERINGER**

66,2 %



**UNOTERTE
EIENDOMS-
INVESTERINGER**

2,7 %



**RENTE-
INVESTERINGER**

31,2 %

Innhold

1

INVESTERINGENE

Aksjer _____	6
Eiendom _____	9
Renter _____	10

2

FORVALTNINGEN

Forvaltningen _____	13
Risiko _____	15
Ansvarlig forvaltning _____	17

3

HOVEDTALL OG REGNSKAP

Hovedtall _____	19
Regnskaps- rapportering _____	21
Noter _____	27
Revisors uttalelse _____	51

WWW.NBIM.NO

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

Investeringsene

AKSJER

Aksjeinvesteringene, som utgjorde 66,2 prosent av fondet ved utgangen av kvartalet, fikk en avkastning på -2,2 prosent. Avkastningen i kvartalet var preget av økende usikkerhet og høyere volatilitet i globale aksjemarkeder. Høyere lønnsvekst for amerikanske arbeidstakere løftet inflasjonen, og det var en forventning om raskere renteøkning. Mot slutten av kvartalet spredte det seg en bekymring for økt proteksjonisme. Den sterke avkastningen for teknologiselskaper gjennom kvartalet ble delvis reversert mot utgangen av kvartalet.

Negativ avkastning i hovedmarkedene

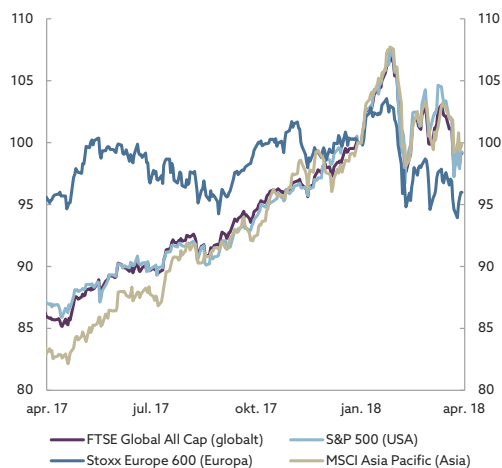
Nordamerikanske aksjer hadde en avkastning på -2,3 prosent i kvartalet og sto for 38,3 prosent av fondets aksjeinvesteringer. Avkastningen for

aksjer notert i USA var -2,0 prosent, tilsvarende -0,6 prosent målt i lokal valuta. USA var fondets største enkeltmarked og sto for 36,1 prosent av aksjeinvesteringene.

Europeiske aksjer hadde en avkastning på -3,0 prosent i kvartalet. Totalt var 35,8 prosent av fondets aksjeinvesteringer plassert i europeiske selskaper. Aksjer notert i Storbritannia hadde en avkastning på -4,0 prosent. Dette er fondets største europeiske marked. I lokal valuta var avkastningen -6,1 prosent. 9,4 prosent av aksjeinvesteringene var plassert her.

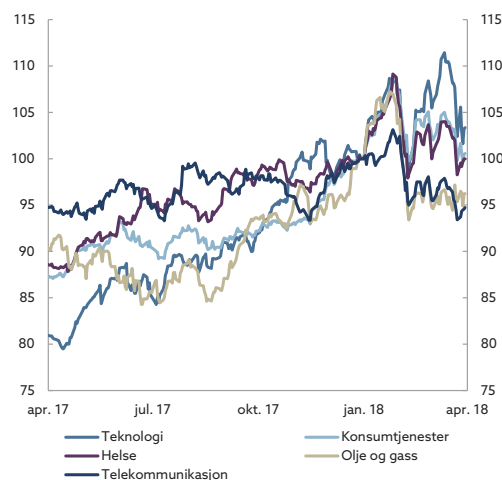
Aksjer i Asia og Oseania hadde en avkastning på -1,4 prosent og utgjorde 23,1 prosent av fondets aksjeinvesteringer. Avkastningen for japanske aksjer var -0,9 prosent, tilsvarende

Figur 1 Kursutviklingen i regionale aksjemarkeder. Målt i amerikanske dollar, med unntak av Stoxx Europe 600, som er målt i euro. Indeksert totalavkastning 31.12.2017 = 100



Kilde: Bloomberg

Figur 2 Kursutviklingen i ulike aksjesektorer i FTSE Global All Cap-indeksen. Målt i amerikanske dollar. Indeksert totalavkastning 31.12.2017 = 100



Kilde: FTSE

-5,1 prosent målt i lokal valuta. Japanske aksjer utgjorde 9,2 prosent av aksjeinvesteringene.

Aksjer i fremvoksende markeder hadde en avkastning på 0,6 prosent i kvartalet. Til sammen var 11,5 prosent av fondets aksjeinvesteringer plassert i fremvoksende markeder. Det kinesiske aksjemarkedet fikk en avkastning på 0,3 prosent. Totalt var 3,9 prosent av fondets aksjeinvesteringer plassert her.

Best avkastning for teknologiselskaper

Teknologiselskapene hadde best avkastning i kvartalet med 1,4 prosent. Den positive avkastningen ble drevet av en forventning om høyere inntjening for programvare- og halvlederselskaper. Økende regulatorisk risiko

reduerte imidlertid avkastningen til internett-selskaper, og bidro negativt til teknologisektorens samlede avkastning.

Helseselskaper hadde en avkastning på -1,1 prosent. Annonserte sammenslåinger i sektoren hadde en positiv effekt på avkastningen i kvartalet. Tiltakende diskusjoner om prisnivået på medisiner la imidlertid press på sektoren og bidro negativt til avkastningen.

Konsumtjenesteselskaper fikk en avkastning på -1,3 prosent i kvartalet. Sterk avkastning fra noen av de største selskapene i sektoren bidro positivt til resultatet. Medieselskaper bidro derimot negativt. Markedet viste bekymring for

Tabell 1 Avkastningen på fondets aksjeinvesteringer i første kvartal 2018. Fordelt etter sektor. Målt i internasjonal valuta. Prosent

Sektor	Avkastning	Andel av aksjebeholdningen ¹
Finans	-2,3	24,4
Industri	-2,9	14,0
Konsumvarer	-3,1	13,2
Teknologi	1,4	11,8
Konsumtjenester	-1,3	10,4
Helse	-1,1	9,7
Materialer	-4,7	5,7
Olje og gass	-4,3	5,5
Telekommunikasjon	-6,4	2,7
Kraft- og vannforsyning	-1,9	2,5

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

Tabell 2 Fondets største aksjebeholdninger per 31. mars 2018. Millioner kroner

Selskap	Land	Beholdning
Apple Inc	USA	61 206
Microsoft Corp	USA	49 474
Nestlé SA	Sveits	46 001
Alphabet Inc	USA	45 914
Royal Dutch Shell Plc	Storbritannia	45 793
Amazon.com Inc	USA	45 091
Tencent Holdings Ltd	Kina	34 978
Novartis AG	Sveits	31 940
Roche Holding AG	Sveits	30 037
Samsung Electronics Co Ltd	Sør-Korea	27 768

de strukturelle utfordringene de tradisjonelle medieselskapene står overfor.

Selskaper innen telekommunikasjon hadde den svakeste avkastningen i kvartalet med -6,4 prosent. Høyere rentenivåer hadde en negativ effekt på denne kapitalintensive sektoren. Videre ble forventninger om fremtidig inntjening i sektoren redusert som følge av større konkurranse og strengere reguleringer.

Enkeltinvesteringer

Investeringen i konsumtjenesteselskapet Amazon.com Inc bidro mest positivt til avkastningen i første kvartal, fulgt av investeringene i teknologiselskapet Microsoft Corp og konsumtjenesteselskapet Netflix Inc. Enkeltelskapene som bidro mest negativt til avkastningen, var konsumvareselskapet Nestlé SA, teknologiselskapet Facebook Inc og finansselskapet Wells Fargo & Co.

Fondet deltok i totalt 40 børsnoteringer i kvartalet. Den største børsnoteringen i markedet der fondet kjøpte aksjer, var i helse-selskapet Siemens Healthineers AG. Deretter fulgte konsumtjenesteselskapet iQIYI Inc og industriselskapet PagSeguro Digital Ltd. Fondets største deltakelser i børsnoteringer var i Siemens Healthineers AG, industriselskapet ADT Inc og PagSeguro Digital Ltd.

AVKASTNING MÅLT I INTERNASJONAL VALUTA

Fondet investerer i internasjonale verdipapirer i utenlandsk valuta. Fondets avkastning måles primært i internasjonal valuta, det vil si en vektet sammensetning av valutaene i fondets referanseindekser for aksjer og obligasjoner. Denne sammensetningen betegnes som fondets valutakurv og besto av 34 valutaer ved utgangen av første kvartal 2018. Om ikke annet er oppgitt i teksten, er resultatmålingen gjort i fondets valutakurv.

EIENDOM

Fondets investeringer i unotert eiendom utgjorde 2,7 prosent av fondet ved utgangen av første kvartal. Investeringene i unotert eiendom fikk i kvartalet en avkastning på 2,5 prosent.

Avkastningen på fondets unoterte eiendomsinvesteringer påvirkes av leieinntekter, driftskostnader, verdiendringer på eiendom og gjeld, endringer i valutakurser og transaksjonskostnader for kjøp og salg av eiendom. Løpende leieinntekter fratrukket driftskostnader bidro positivt til resultatet med 0,9 prosentpoeng målt i lokal valuta. Verdiendring på eiendom og gjeld bidro positivt til resultatet med 1,4 prosentpoeng målt i lokal valuta. Valutaendringer hadde en påvirkning på avkastningen med 0,2 prosentpoeng i første kvartal.

I forvaltningen er unoterte og noterte eiendomsinvesteringer forvaltet som en samlet strategi for eiendom. Investeringene i notert eiendom fikk en avkastning på -5,4 prosent.

Nye kjøp og salg av unotert eiendom

I januar kjøpte fondet en ny logistikeiendom i San Francisco i USA. Fondet betalte 29,1 millioner dollar, tilsvarende rundt 243 millioner kroner, for andelen på 45 prosent.

I januar solgte fondet også 27 logistikeiendommer i Chicago-området, Florida og New Jersey. Fondet mottok 110,1 millioner dollar, tilsvarende rundt 909 millioner kroner, for andelen på 45 prosent.

I februar signerte fondet en avtale om å selge en kontoreiendom i 31-33 rue de Verdun i Suresnes i Frankrike. Fondet mottok 63,3 millioner euro, tilsvarende rundt 614,5 millioner kroner, for eierandelen på 50 prosent.

I februar signerte fondet også en avtale om å selge kontoreiendommen SZ Tower i Hultschiner Strasse 8 i München. Fondet vil motta 122,1 millioner euro, tilsvarende rundt 1,2 milliarder kroner, for eierandelen på 50 prosent når avtalen fullføres i april 2018.

I mars signerte fondet en avtale om å selge kontoreiendommen Meudon Campus i 2-14 rue de la Verrerie i Meudon i Frankrike. Fondet vil motta 128 millioner euro, tilsvarende rundt 1,2 milliarder kroner, for eierandelen på 50 prosent når avtalen fullføres i mai 2018.

Tabell 3 Avkastning på unoterte eiendomsinvesteringer i første kvartal 2018

	Avkastning
Leieinntekter (prosentpoeng)	0,9
Verdiendringer (prosentpoeng)	1,4
Transaksjonskostnader (prosentpoeng)	0,0
Resultat av valutajusteringer (prosentpoeng)	0,2
Totalt (prosent)	2,5

Tabell 4 Verdien av eiendomsinvesteringene per 31. mars 2018. Millioner kroner

	Verdi ¹
Unoterte eiendomsinvesteringer	216 549
Børsnoterte eiendomsinvesteringer	73 398
Totalt	289 947

¹ Inkludert bankinnskudd og andre fordringer

RENTER

Renteinvesteringene utgjorde 31,2 prosent av fondet ved utgangen av første kvartal og fikk en avkastning på -0,4 prosent. De globale rentenivåene økte noe, med USA i førersetet.

Variierende avkastning for statsobligasjoner

Statsobligasjoner fikk en avkastning på 0,6 prosent og utgjorde 55,7 prosent av fondets renteinvesteringer ved utgangen av kvartalet. Fondets tre største beholdninger av statsobligasjoner besto av obligasjoner utstedt av landene USA, Japan og Tyskland.

Amerikanske statsobligasjoner fikk en avkastning på -2,7 prosent. I lokal valuta var avkastningen -1,4 prosent. Amerikanske statsobligasjoner sto for 20,7 prosent av renteinvesteringene, og

utgjorde fondets største beholdning av statsgjeld fra en enkeltutsteder. Den amerikanske sentralbanken Federal Reserve hevet styringsrenten med 0,25 prosent i mars, i tråd med forventningene i markedet. Den nye styrelederen i den amerikanske sentralbanken, Jerome H. Powell, signaliserte ytterligere to eller tre renteøkninger i år. Den amerikanske dollaren svekket seg mot fondets valutakurv i kvartalet.

Euro-denominerte statsobligasjoner, som utgjorde 12,4 prosent av renteinvesteringene, fikk en avkastning på 2,3 prosent. I lokal valuta var avkastningen 1,3 prosent. Den europeiske sentralbanken har redusert takten på obligasjonskjøpene sine til nettokjøp på 30 milliarder euro i måneden. Markedet

Tabell 5 Avkastningen på fondets renteinvesteringer i første kvartal 2018. Fordelt etter sektor. Målt i internasjonal valuta. Prosent

Sektor	Avkastning	Andel av renteinvesteringene ¹
Statsobligasjoner ²	0,6	55,7
Statsrelaterte obligasjoner ²	-0,8	12,6
Realrenteobligasjoner ²	-1,5	4,9
Selskapsobligasjoner	-2,1	24,0
Pantesikrede obligasjoner	0,1	5,2

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

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

Tabell 6 Fondets største obligasjonsbeholdninger per 31. mars 2018. Millioner kroner

Utsteder	Land	Beholdning
Amerikanske stat	USA	608 725
Japanske stat	Japan	184 922
Tyske stat	Tyskland	115 349
Britiske stat	Storbritannia	69 928
Franske stat	Frankrike	60 285
Italienske stat	Italia	46 244
Spanske stat	Spania	45 409
Meksikanske stat	Mexico	39 958
Koreanske stat	Sør-Korea	35 264
Australske stat	Australia	35 216

forventer at kjøpene reduseres til null innen utgangen av året. Euroen styrket seg noe mot fondets valutakurv i kvartalet.

Japanske statsobligasjoner, som utgjorde 7,2 prosent av renteinvesteringene, fikk en avkastning på 4,7 prosent. I lokal valuta var avkastningen 0,2 prosent. Den japanske sentralbanken holder 10-årsrenten nær null som en del av sin pengepolitikk. Japanske yen styrket seg mot valutakurven i perioden.

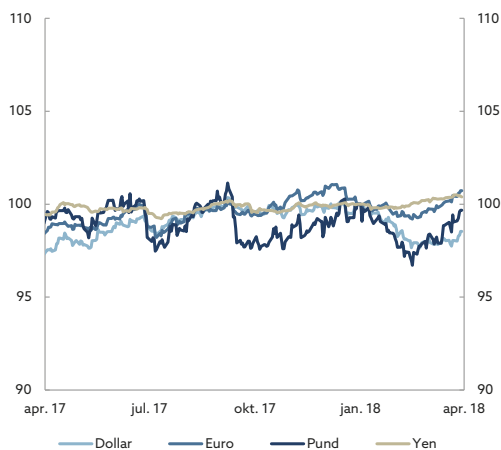
Fondet er også investert i obligasjoner fra statsrelaterte institusjoner som Kreditanstalt für Wiederaufbau (KfW), European Investment Bank (EIB) og Canada Housing Trust (Canhou). Statsrelaterte obligasjoner hadde en avkastning på -0,8 prosent og utgjorde 12,6 prosent av renteinvesteringene.

Fondets selskapsobligasjoner fikk en avkastning på -2,1 prosent og utgjorde 24,0 prosent av fondets renteinvesteringer ved utgangen av kvartalet. Etter en nedgang i kredittpremien i januar, snudde stemningen i markedet, og i kvartalet sett under ett har kredittpremien økt noe.

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

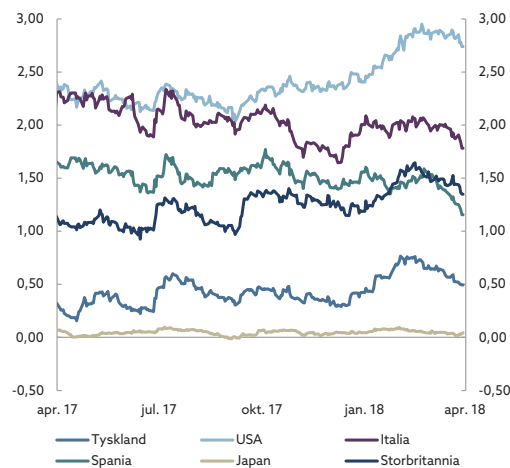
Realrenteobligasjoner fikk en avkastning på -1,5 prosent og utgjorde 4,9 prosent av fondets renteinvesteringer.

Figur 3 Kursutviklingen for obligasjoner som er utstedt i ulike valutaer. Målt i lokal valuta. Indeksert totalavkastning 31.12.2017 = 100



Kilde: Bloomberg Barclays Indices

Figur 4 Utviklingen i rentene på tiårige statsobligasjoner. Prosent



Kilde: Bloomberg

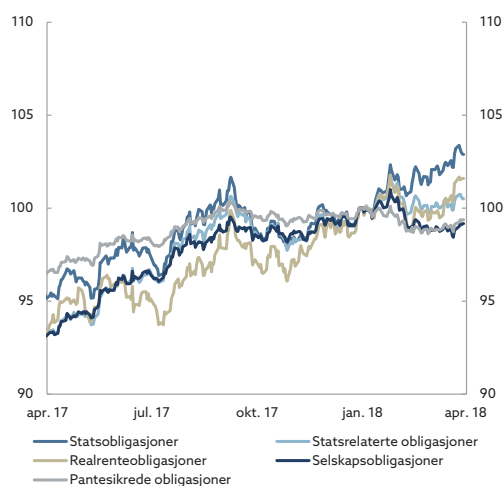
Endringer i beholdningen av rentepapirer

Investeringer i dollar, euro, pund og yen utgjorde 83,2 prosent av renteinvesteringene ved utgangen av første kvartal, mot 82,0 prosent ved inngangen til kvartalet.

Markedsverdien av investeringene i rentepapirer i fremvoksende lands valutaer utgjorde 8,4 prosent av investeringene, mot 9,5 prosent i forrige kvartal.

I løpet av første kvartal økte markedsverdien mest i fondets statsobligasjoner utstedt av Italia, Brasil og India. Statsobligasjoner utstedt av Polen, Sør-Korea og Mexico hadde størst reduksjon i markedsverdi.

Figur 5 Kursutviklingen for ulike obligasjoner. Målt i amerikanske dollar. Indeksert totalavkastning 31.12.2017 = 100



Kilde: Bloomberg Barclays Indices

Tabell 7 Fondets obligasjoner per 31. mars 2018 fordelt etter kredittvurdering. Prosent av beholdningen

	AAA	AA	A	BBB	Lavere vurdering	Totalt
Statsobligasjoner	27,9	7,7	11,7	4,8	2,2	54,4
Statsrelaterte obligasjoner	5,7	4,4	1,7	0,4	0,0	12,3
Realrenteobligasjoner	4,0	0,3	0,2	0,2	0,0	4,8
Selskapsobligasjoner	0,2	2,1	8,7	11,8	0,6	23,4
Pantelikrede obligasjoner	4,2	0,7	0,1	0,1	0,0	5,1
Totalt	42,1	15,3	22,5	17,3	2,9	100,0

Forvaltningen

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

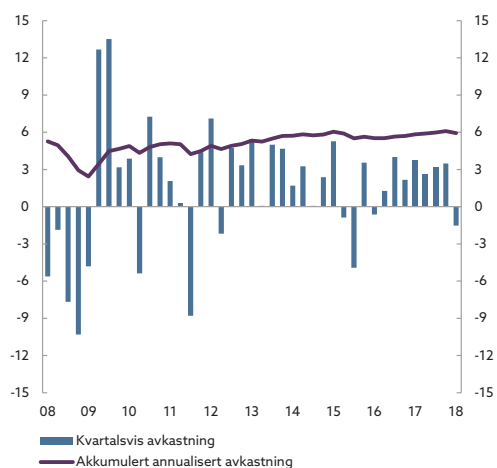
Avkastningen på fondet måles mot en referanseindeks som er fastsatt av Finansdepartementet og består av en delindeks for aksjer og en delindeks for obligasjoner. Referanseindeksen fungerer som en overordnet ramme for markeds- og valutarisiko i forvaltningen og som en målestokk mot markedsindekser og fondets avkastning. For aksjer tar indeksen utgangspunkt i den globale All Cap-indeksen fra FTSE Group. Aksjedelen av fondets referanseindeks hadde en avkastning på linje med FTSE Global All Cap-indeksen (eksklusive Norge). En høyere vekt av europeiske aksjer enn i All Cap-indeksen bidro negativt, mens en lavere vekt i kanadiske

aksjer bidro positivt. For obligasjoner er indekser fra Bloomberg Barclays Indices utgangspunktet. Obligasjonsdelen av fondets referanseindeks hadde en lavere avkastning enn Bloomberg Barclays Globale Aggregate-indeksen (eksklusive norske kroner), hovedsakelig fordi fondets referanseindeks hadde en lavere vekt av japanske obligasjoner.

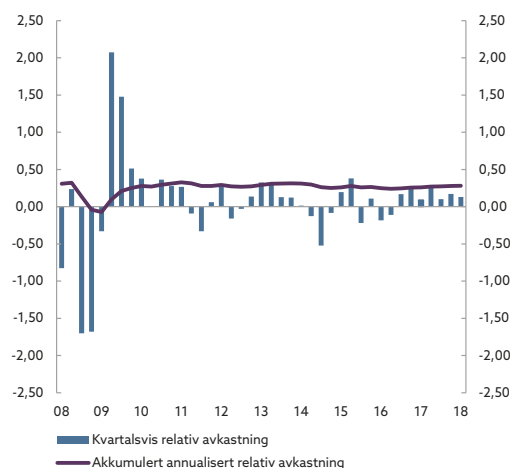
I første kvartal var fondets avkastning 0,13 prosentpoeng høyere enn avkastningen på referanseindeksen fra Finansdepartementet.

Fondet investerer i børsnoterte aksjer, obligasjoner og unotert eiendom. Når vi kjøper eiendom, selger vi obligasjoner og aksjer i et forhold som holder valutarisikoen uendret. Det settes egne referanseindekser for aksje- og renteforvaltningen som er justert for

Figur 6 Kvartalsvis avkastning og akkumulert annualisert avkastning for fondet. Prosent



Figur 7 Kvartalsvis relativ avkastning og akkumulert annualisert relativ avkastning for fondet. Beregnet på aggregerte aksje- og renteinvesteringer fram til og med 2016. Prosentpoeng



obligasjoner og aksjer som er solgt for å finansiere eiendomsforvaltningen. Dette muliggjør en helhetlig risikostyring av fondet. I den operative forvaltningen er unoterte og noterte eiendomsinvesteringer forvaltet som en samlet strategi for eiendom.

Den relative avkastningen brytes ned på forvaltningsområdene aksje-, rente- og eiendomsforvaltning, samt en allokeringseffekt mellom disse. Alle forvaltningsområdene bidro positivt til meravkastningen i første kvartal.

Aksjeforvaltningen bidro med 0,04 prosentpoeng til fondets relative avkastning i første kvartal. Bidraget fra eksternt forvaltning var 0,05 prosentpoeng. Aksjer innenfor sektorene industri og helse bidro mest positivt til meravkastningen i kvartalet, mens teknologisektoren bidro mest negativt. Fordelt på land var det aksjeinvesteringer i Storbritannia og Australia som bidro mest til det positive relative resultatet, mens japanske aksjer bidro mest negativt.

Renteforvaltningen bidro med 0,03 prosentpoeng til fondets relative avkastning. En høyere vekt investert i fremvoksende markeder og en lavere durasjon på investeringene i utviklede land enn fondets referanseindeks ga positive bidrag til fondets relative avkastning. Svakere valutakurs i enkelte fremvoksende land bidro negativt.

Eiendomsforvaltningen bidro med 0,06 prosentpoeng til fondets relative avkastning i første kvartal, målt mot aksjene og obligasjonene som

utgjorde finansieringen til eiendomsforvaltningen. Det var de unoterte eiendomsinvesteringene som bidro til denne meravkastningen, mens de noterte eiendomsinvesteringene, spesielt i USA, bidro negativt.

Det relative resultatet påvirkes også av en allokeringseffekt mellom forvaltningsområdene. I første kvartal var bidraget fra denne effekten 0,01 prosentpoeng.

Fondets relative avkastning kan også brytes ned på aktivklasser, der børsnoterte eiendomsinvesteringer er inkludert i aksjeinvesteringene og investeringene i unotert eiendom måles mot referanseindeksen fra Finansdepartementet. Brutt ned på denne måten bidro aksjeinvesteringene med 0,03 prosentpoeng, renteinvesteringene med 0,02 prosentpoeng og de unoterte eiendomsinvesteringene med 0,11 prosentpoeng til fondets relative avkastning. Allokeringseffekten var -0,02 prosentpoeng.

Tabell 8 Bidrag fra forvaltningen til fondets relative avkastning i første kvartal 2018. Prosentpoeng

	Totalt
Aksjeforvaltningen	0,04
Renteforvaltningen	0,03
Eiendomsforvaltningen	0,06
Allokering	0,01
Totalt	0,13

RISIKO

Sammensetningen av investeringene og svingninger i aksjekurser, valutakurser, rentenivåer, kredittrisikopåslag og eiendomsverdier bestemmer fondets markedsrisiko. Det finnes ingen enkeltmål eller analyse som fullt ut kan beskrive fondets markedsrisiko. Vi bruker derfor ulike måltall og risikoanalyser, som forventet

volatilitet, faktoreksponering, konsentrasjonsanalyse og likviditetsrisiko, for å få et bredest mulig bilde av fondets markedsrisiko.

Forventet absolutt volatilitet for fondet, beregnet ved det statistiske målet standardavvik, bruker tre års prishistorikk for å anslå hvor mye den årlige avkastningen på fondets

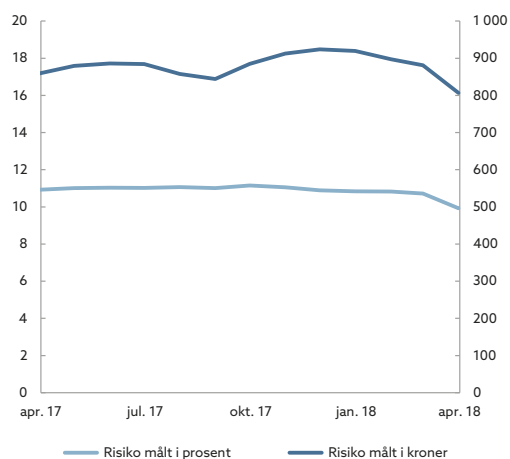
Tabell 9 Risiko og eksponering for fondet

Grenser fastsatt av Finansdepartementet		31.03.2018
Allokering	Aksjeporteføljen 50–80 prosent av fondet ¹	66,1
	Unotert eiendom inntil 7 prosent av fondet	2,7
	Obligasjonsporteføljen 20–50 prosent av fondet ¹	32,0
Markedsrisiko	1,25 prosentpoeng forventet relativ volatilitet for fondets investeringer	0,3
Kredittisiko	Inntil 5 prosent av renteinvesteringene kan ha lavere kredittvurdering enn kategori BBB-	2,9
Eierandel	Maksimalt 10 prosent av stemmeberettigede aksjer i et børsnotert selskap i aksjeporteføljen ²	9,6

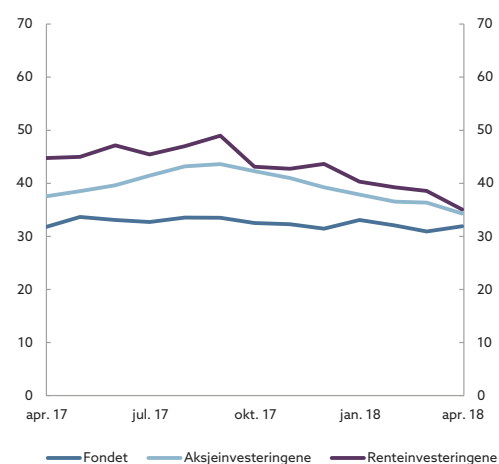
¹ Derivat er avbildet med den underliggende økonomiske eksponeringen.

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

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



Figur 9 Forventet relativ volatilitet for fondet. Basispunkter



investeringer normalt kan forventes å svinge. Ved utgangen av første kvartal var fondets forventede absolutte volatilitet på 9,9 prosent, eller om lag 810 milliarder kroner, mot 10,8 prosent ved inngangen til kvartalet. Nedgangen skyldes hovedsakelig lavere vekt av aksjer i porteføljen og mindre prissvingninger i markedene for de siste tre årene enn det som var tilfellet ved utgangen av 2017.

Vi investerer i eiendom for å skape en bedre diversifisert investeringsportefølje. Vi forventer at eiendomsinvesteringene vil ha en annen avkastningsprofil enn aksjer og obligasjoner både på kort og lengre sikt. Den relative risikoen dette innebærer, vil gi seg utslag i beregningene av forventet relativ volatilitet i forvaltningen. Siden det ikke finnes daglige priser for våre eiendomsinvesteringer, benytter vi en modell levert av MSCI for å beregne risikoen for fondets uoterte eiendomsinvesteringer.

Finansdepartementet og Norges Banks hovedstyre har fastsatt grenser for hvor store avvik fra referanseindeksen fondet kan ha. Én av grensene er forventet relativ volatilitet, som legger en begrensning på hvor mye avkastningen på investeringene kan forventes å avvike fra avkastningen på fondets referanseindeks. Alle fondets investeringer, også uoterte eiendomsinvesteringer, er nå inkludert i beregningen av forventet relativ volatilitet, og måles mot fondets referanseindeks som består av globale aksje- og obligasjonsindekser. Grensen for forventet relativ volatilitet for fondet er 1,25 prosentpoeng. Ved utgangen av kvartalet var fondets forventede relative volatilitet, inkludert uotert eiendom, 0,32 prosentpoeng.

Hovedstyret i Norges Bank har satt en grense for forventet ekstremavviksrisiko mellom

avkastningen på fondet og tilhørende referanseindeks. Forvaltningen skal legges opp slik at forventet negativ relativ avkastning i ekstreme situasjoner ikke skal overstige 3,75 prosentpoeng. Ved utgangen av første kvartal var ekstremavviksrisikoen på 1,40 prosentpoeng.

Operasjonell risikostyring

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

Vi anslår hvert kvartal hvor store tap eller gevinster vi vil kunne få på ett års sikt som følge av uønskede operasjonelle hendelser i og rundt forvaltningen. Anslaget baseres på hendelser som har inntruffet, og vurdering av fremtidig risiko. Anslaget representerer fondets beregnede operasjonelle risikoeksponering. I første kvartal var den estimerte operasjonelle risikoeksponeringen innenfor styrets risikotoleranse. I kvartalet ble det registrert 111 uønskede operasjonelle hendelser. Samlet sett ga hendelsene en estimert finansiell effekt på 5,9 millioner kroner.

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

ANSVARLIG FORVALTNING

Ansvarlig forvaltningsvirksomhet er en integrert del av forvaltningen. Ansvarlig forvaltning støtter fondets målsetting på to måter. For det første søker vi å fremme en langsiktig økonomisk utvikling i våre investeringer. For det andre søker vi å redusere den finansielle risikoen knyttet til den miljømessige og sosiale atferden til selskapene vi er investert i. Vi gjør dette ved å vurdere forhold knyttet til selskapsstyring og bærekraft som kan ha innvirkning på fondets avkastning over tid. Vi integrerer disse problemstillingene i arbeidet vårt med standardsetting, eierskapsutøvelse og bærekraftig investering.

Standardsetting

I løpet av kvartalet publiserte vi et forventningsdokument om korrupsjon. Forventningene våre retter seg først og fremst mot selskapenes styre og er et utgangspunkt for vår dialog med multinasjonale selskaper om korrupsjon. Styrene bør sørge for at selskapene har tydelige retningslinjer mot korrupsjon, og at relevante tiltak er integrert i selskapenes strategi, risikohåndtering og rapportering.

Vi deltok i en høring om revideringen av den britiske anbefalingen for eierstyring og selskapsledelse. Den britiske anbefalingen for eierstyring og selskapsledelse holder høy standard og påvirker rammeverk i andre markeder. Vi støtter en foreslått restrukturering av anbefalingen, som vil gjøre tilnærmingen mer prinsippbasert.

Vi deltok også i en høring om kravene for notering ved børsen i Hong Kong. Vi uttrykte bekymring for at innføringen av en ny struktur med to klasser av stemmeberettigede aksjer, der den ene aksjeklassen har flere stemmer enn

den andre, kunne føre til en svekkelse av rettighetene til minoritetsaksjonærer. Vi tok til orde for å styrke minoritetsaksjonærers rettigheter, blant annet ved å begrense aksjer med ulik stemmerett til bestemte personer i selskapet.

Det norske finansinitiativet (NFI) bevilget i løpet av kvartalet forskningsstøtte til Columbia University. Støtten går til en studie av effekten av teknologiske og regulatoriske endringer på markedsstruktur og åpenhet i aksje- og obligasjonsmarkeder i USA og Europa.

Eierskap

Vi stemte ved 1 678 generalforsamlinger i første kvartal. Stemmegivning er et av de viktigste virkemidlene vi har for å utøve eierrettighetene våre. I løpet av kvartalet vurderte og stemte vi på 13 723 forslag.

Bærekraftig investering

I løpet av kvartalet har vi inngått et partnerskap med FN og åtte andre investorer om klimarapportering. Investorgruppen vil samarbeide om retningslinjer for klimarelatert rapportering fra investorer i tråd med anbefalingene fra Arbeidsgruppen for klimarelatert finansiell rapportering (TCFD). Gruppen vil særlig fokusere på å utvikle analytiske verktøy og indikatorer som er nødvendige for å kunne vurdere og rapportere om eksponering mot risiko og muligheter knyttet til klimaendringer.

Enkelte dataleverandører har utarbeidet rammeverk som gjør det mulig å rangere selskaper basert på eksponering mot risiko knyttet til selskapsstyring, miljømessige og sosiale forhold. Vi har begynt å utvikle vår egen rangeringsmetodologi ved å identifisere de

faktorene som er mest relevante for de ulike sektorene fondet er investert i. Dette vil på sikt gjøre oss bedre i stand til å vurdere risiko knyttet til selskapsstyring og bærekraft på både sektor- og selskapsnivå.

Observasjon og utelukkelse

Norges Bank publiserte i kvartalet beslutninger om å utelukke ni selskaper fra Statens pensjonsfond utland og sette ett selskap under observasjon.

Selskapene Evergreen Marine Corp Taiwan Ltd, Korea Line Corp, Precious Shipping PCL og Thoresen Thai Agencies PCL ble utelukket etter en vurdering av risikoen for alvorlig miljøskade og grove eller systematiske krenkelser av menneskerettighetene. Pan Ocean Co Ltd ble satt under observasjon basert på tilsvarende kriterier. Selskapet Atal SA/Poland ble besluttet utelukket på grunn av uakseptabel risiko for

grove eller systematiske krenkelser av menneskerettighetene.

I tillegg ble selskapene AECOM, BAE Systems Plc, Fluor Corp og Huntington Ingalls Industries Inc utelukket grunnet selskapenes produksjon av sentrale komponenter til kjernevåpen. Utelukkelsen av Honeywell International Inc ble opprettholdt på bakgrunn av dette kriteriet.

Hovedtall

Tabell 10 Avkastningstall. Målt i fondets valutakurv. Prosent

	1. kv. 2018	4. kv. 2017	3. kv. 2017	2. kv. 2017	1. kv. 2017
FTSE Global All Cap indeks ¹	-2,23	5,33	3,92	2,16	5,34
Aksjedelen av fondets referanseindeks	-2,26	4,68	4,30	2,99	5,55
Fondets aksjeinvesteringer	-2,22	4,96	4,31	3,37	5,53
Bloomberg Barclays Global Aggregate indeks ¹	-0,04	0,52	0,46	0,51	0,29
Obligasjonsdelen av fondets referanseindeks	-0,44	0,65	0,70	1,09	0,41
Fondets renteinvesteringer	-0,37	0,53	0,85	1,12	0,77
Fondets unoterte eiendomsinvesteringer	2,50	1,97	2,68	2,05	0,62
Fondets samlede avkastning	-1,53	3,49	3,15	2,60	3,78
Fondets relative avkastning (prosentpoeng)	0,13	0,17	0,10	0,28	0,09
Forvaltningskostnader	0,02	0,01	0,01	0,02	0,02
Fondets avkastning etter forvaltningskostnader	-1,55	3,47	3,14	2,59	3,76

¹ Eksklusive Norge og norske kroner. Indekser som danner utgangspunkt for Finansdepartementets delindekser.

Tabell 11 Historiske nøkkeltall per 31. mars 2018. Annualiserte tall målt i fondets valutakurv

	Siden 01.01.1998	Siste 10 år	Siste 5 år	Siste 3 år	Siste 12 måneder
Fondets avkastning (prosent)	5,93	6,61	7,78	5,31	7,85
Årlig prisvekst (prosent)	1,78	1,64	1,31	1,51	1,89
Årlige forvaltningskostnader (prosent)	0,08	0,08	0,06	0,06	0,06
Fondets netto realavkastning (prosent)	3,99	4,81	6,33	3,68	5,79
Fondets faktiske standardavvik (prosent)	7,32	8,96	6,04	6,33	4,37
Fondets relative avkastning (prosentpoeng) ¹	0,28	0,26	0,25	0,40	0,71
Fondets faktiske relative volatilitet (prosentpoeng) ¹	0,69	0,86	0,37	0,33	0,27
Fondets informasjonsrate (IR) ^{1,2}	0,43	0,34	0,65	1,16	2,44

¹ Beregnet på aggregerte aksje- og renteinvesteringer frem til og med 2016.

² IR er forholdstallet mellom fondets gjennomsnittlige månedlige relative avkastning og fondets faktiske relative volatilitet. IR viser den relative avkastningen per relativ risikoenhet.

Tabell 12 Nøkkeltall. Milliarder kroner

	1. kv. 2018	4. kv. 2017	3. kv. 2017	2. kv. 2017	1. kv. 2017
Markedsverdi					
Aksjeinvesteringer	5 376	5 653	5 242	5 225	5 082
Unoterte eiendomsinvesteringer	217	219	199	199	194
Renteinvesteringer	2 532	2 616	2 511	2 597	2 592
Fondets markedsverdi ¹	8 124	8 488	7 952	8 020	7 867
Påløpt, ikke betalt, forvaltningsgodtgjøring ¹	-1	-5	-3	-2	-1
Eiers kapital ¹	8 123	8 484	7 949	8 018	7 866
Tilførsel/uttak av kapital²					
Utbetalt forvaltningsgodtgjøring ²	-5	0	0	0	-4
Fondets avkastning	-171	337	192	202	297
Endring som følge av svingninger i kronekursen	-183	214	-250	-32	83
Endring i markedsverdien	-364	536	-68	153	357
Verdiutvikling f.o.m. første tilførsel i 1996					
Samlet tilførsel av kapital ³	3 328	3 337	3 351	3 360	3 375
Avkastning av aksjeinvesteringer	2 892	3 062	2 747	2 576	2 404
Avkastning av unoterte eiendomsinvesteringer	58	53	49	44	41
Avkastning av renteinvesteringer	1 031	1 037	1 019	1 001	975
Samlet forvaltningsgodtgjøring ⁴	-41	-39	-38	-37	-36
Endring som følge av svingninger i kronekursen	857	1 040	826	1 076	1 108
Fondets markedsverdi	8 124	8 488	7 952	8 020	7 867
Samlet avkastning	3 980	4 151	3 814	3 622	3 420
Samlet avkastning etter forvaltningskostnader	3 939	4 111	3 776	3 585	3 384

¹ Fondets markedsverdi presenteres i tabellen før påløpt forvaltningsgodtgjøring. Eiers kapital i regnskapet er lik fondets markedsverdi fratrukket påløpt, ikke betalt, forvaltningsgodtgjøring.

² Utbetalt forvaltningsgodtgjøring er spesifisert på egen linje og ikke inkludert under Tilførsel/uttak av kapital. Skyldig forvaltningsgodtgjøring for 2017 på 4,7 milliarder kroner ble trukket fra kronekontoen i første kvartal 2018, men var uoppgjort per 31. mars 2018 og vil bli utbetalt i andre kvartal.

³ Samlet tilførsel av kapital presenteres i tabellen justert for påløpt, ikke betalt, forvaltningsgodtgjøring.

⁴ Forvaltningskostnader i datterselskaper, jf. Tabell 10.2 i regnskapet, er ikke en del av forvaltningsgodtgjøringen. Disse er allerede fratrukket i samlet avkastning, dvs. i avkastningen før forvaltningsgodtgjøring.

Regnskaps- rapportering

Regnskap

Sammendratt delårsrapportering

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

Noter

Noter til sammendratt delårsrapportering

Note 1	Generell informasjon _____	27
Note 2	Regnskapsprinsipper _____	28
Note 3	Avkastning per aktivaklasse _____	29
Note 4	Inntekt/kostnad fra aksjer, obligasjoner og finansielle derivater _____	30
Note 5	Beholdninger av aksjer, obligasjoner og finansielle derivater _____	31
Note 6	Unotert eiendom _____	32
Note 7	Måling til virkelig verdi _____	36
Note 8	Risiko _____	41
Note 9	Gevinst/tap valuta _____	47
Note 10	Forvaltningskostnader _____	48

Revisor

Revisors uttalelse _____	51
--------------------------	----

Resultatregnskap

Beløp i millioner kroner	Note	1. kvartal 2018	1. kvartal 2017	2017
Resultat fra porteføljen før gevinst/tap valuta				
Inntekt/kostnad fra:				
- Aksjer	4	-169 981	274 164	933 501
- Obligasjoner	4	-6 303	19 582	81 410
- Unotert eiendom	6	4 808	2 675	14 237
- Finansielle derivater	4	932	930	278
- Utlån med sikkerhetsstillelse		1 321	866	3 532
- Innlån med sikkerhetsstillelse		-404	45	-345
Skattekostnad		-940	-1 027	-4 796
Renteinntekter/kostnader		2	-10	-16
Annen inntekt/kostnad		3	-3	-11
Porteføljeresultat før gevinst/tap valuta		-170 562	297 222	1 027 790
Gevinst/tap valuta	9	-182 666	83 004	14 701
Porteføljeresultat		-353 229	380 226	1 042 492
Forvaltningsgodtgjøring	10	-1 370	-1 177	-4 728
Resultat og totalresultat		-354 598	379 049	1 037 764

Balanse

Beløp i millioner kroner	Note	31.03.2018	31.12.2017
Eiendeler			
Innskudd i banker		17 574	11 027
Utlån med sikkerhetsstillelse		198 169	185 046
Avgitt kontantsikkerhet		1 646	1 894
Uoppgjorte handler		35 476	13 389
Aksjer	5	4 834 245	5 250 871
Utlånte aksjer	5	555 113	411 664
Obligasjoner	5	1 969 253	2 080 061
Utlånte obligasjoner	5	623 765	591 277
Unotert eiendom	6	215 105	217 160
Finansielle derivater	5	2 248	9 025
Andre eiendeler		3 173	3 219
Sum eiendeler		8 455 767	8 774 633
Gjeld og eiers kapital			
Gjeld			
Innlån med sikkerhetsstillelse		276 008	260 136
Mottatt kontantsikkerhet		4 129	5 804
Uoppgjorte handler		43 894	15 905
Finansielle derivater	5	2 481	3 919
Annen gjeld		4 757	415
Skyldig forvaltningsgodtgjøring	10	1 370	4 728
Sum gjeld		332 639	290 907
Eiers kapital		8 123 128	8 483 727
Sum gjeld og eiers kapital		8 455 767	8 774 633

Kontantstrømoppstilling

Beløp i millioner kroner, innbetaling (+) / utbetaling (-)	Hittil i år 31.03.2018	Hittil i år 31.03.2017	2017
Operasjonelle aktiviteter			
Innbetaling av utbytte fra aksjer	25 092	22 993	128 293
Innbetaling av renter fra obligasjoner	17 266	19 214	73 575
Innbetaling av renter og utbytte fra datterselskaper unotert eiendom	1 048	747	3 869
Netto innbetaling av renter og honorar fra utlån og innlån med sikkerhetsstillelse	868	841	3 426
<i>Innbetalinger av utbytte, renter og honorar fra beholdninger i aksjer, obligasjoner og unotert eiendom</i>	44 273	43 795	209 163
Netto kontantstrøm ved kjøp og salg av aksjer	-24 632	-31 562	-141 382
Netto kontantstrøm ved kjøp og salg av obligasjoner	-13 716	20 530	17 878
Netto kontantstrøm til/fra investeringer i datterselskaper unotert eiendom	493	-735	-17 234
Netto kontantstrøm finansielle derivater	4 284	-1 145	-4 886
Netto kontantstrøm kontantsikkerhet ved derivattransaksjoner	-1 656	-114	2 754
Netto kontantstrøm utlån og innlån med sikkerhetsstillelse	2 642	-5 384	-21
Netto utbetaling av skatt	-872	-2 239	-6 786
Netto kontantstrøm knyttet til renter på innskudd i banker og kassekreditt	-	-66	-84
Netto kontantstrøm knyttet til annen inntekt/kostnad, andre eiendeler og annen gjeld	66	3 089	-857
Utbetaling forvaltningsgodtgjøring til Norges Bank ¹	-	-3 731	-3 731
Netto innbetaling/utbetaling fra operasjonelle aktiviteter	10 882	22 438	54 813
Finansieringsaktiviteter			
Tilførsel fra den norske stat ²	-	-	-
Uttak fra den norske stat ²	-6 399	-19 669	-60 837
Netto innbetaling/utbetaling fra finansieringsaktiviteter	-6 399	-19 669	-60 837
Netto endring i kontanter			
Innskudd i banker per 1. januar	11 027	17 759	17 759
Netto økning/reduksjon av kontanter i perioden	4 482	2 769	-6 024
Netto gevinst/tap valuta på kontanter	2 065	210	-708
Innskudd i banker per periodens slutt	17 574	20 738	11 027

¹ Forvaltningsgodtgjøring som fremkommer i *Kontantstrømoppstillingen* for en periode er oppgjør av godtgjøring påløpt og resultatført i forrige år. Skyldig forvaltningsgodtgjøring for 2017 på 4,7 milliarder kroner ble trukket fra kronekontoen i første kvartal 2018, men var uoppgjort per 31. mars 2018 og vil bli utbetalt i andre kvartal. Den uoppgjorte forvaltningsgodtgjøringen for 2017 er presentert som *Annen gjeld* i balansen.

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

Oppstilling av endringer i eiers kapital

Beløp i millioner kroner	Tilført fra eier	Opptjente resultater	Sum eiers kapital
1. januar 2017	3 393 340	4 113 423	7 506 763
Totalresultat	-	379 049	379 049
Netto tilførsel/uttak i perioden ¹	-19 700	-	-19 700
31. mars 2017	3 373 640	4 492 472	7 866 112
1. april 2017	3 373 640	4 492 472	7 866 112
Totalresultat	-	658 715	658 715
Netto tilførsel/uttak i perioden	-41 100	-	-41 100
31. desember 2017	3 332 540	5 151 187	8 483 727
1. januar 2018	3 332 540	5 151 187	8 483 727
Totalresultat	-	-354 598	-354 598
Netto tilførsel/uttak i perioden ¹	-6 000	-	-6 000
31. mars 2018	3 326 540	4 796 589	8 123 128

¹ I første kvartal 2018 ble 10,7 milliarder kroner trukket fra kronekontoen. Av dette var 4,7 milliarder kroner knyttet til skyldig forvaltningsgodtgjøring for 2017. I første kvartal 2017 ble 23,4 milliarder kroner trukket fra kronekontoen. Av dette ble 3,7 milliarder kroner benyttet til å betale skyldig forvaltningsgodtgjøring for 2016.

Oslo, 25. april 2018
Norges Banks hovedstyre




Øystein Olsen
Leder for hovedstyret



Jon Nicolaisen
Første nestleder for hovedstyret



Egil Matsen
Andre nestleder for hovedstyret



Kristine Ryssdal
Styremedlem



Kjetil Storesletten
Styremedlem



Karen Helene Ulltveit-Moe
Styremedlem



Kathryn Moore Baker
Styremedlem



Steinar Juel
Styremedlem

Norges Bank Investment Management



Yngve Slyngstad
Leder for Norges Bank Investment Management

Noter til regnskapsrapportering

Note 1 Generell Informasjon

1. INNLEDNING

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

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

Finansdepartementet har plassert fondsmidlene til forvaltning i SPU som et krone-

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

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

2. GODKJENNING AV KVARTALSREGNSKAPET

Kvartalsregnskapet til Norges Bank for første kvartal 2018, som kun omfatter regnskapsrapporteringen for SPU, ble godkjent av hovedstyret 25. april 2018.

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.

Det sammendratte delårsregnskapet for første kvartal 2018 er utarbeidet i samsvar med IAS 34 *Delårsrapportering*, med tillegg og unntak som følger av forskriften. Det er presentert i norske kroner og avrundet til nærmeste million. Avrundingsdifferanser kan forekomme.

Med unntak for det beskrevet nedenfor, er kvartalsregnskapet utarbeidet basert på de samme regnskapsprinsippene og beregningsmetodene som ble benyttet og opplyst om i årsrapporten for 2017. Fordi et sammendratte kvartalsregnskap ikke inneholder all informasjon og tilleggsopplysninger som må gis i et årsregnskap, bør det leses i sammenheng med årsrapporten for 2017.

IFRS 9 *Finansielle instrumenter* ble implementert 1. januar 2018 og erstattet da IAS 39 *Finansielle instrumenter – Innregning og måling*. Under IFRS 9 klassifiseres finansielle eiendeler basert på forretningsmodellen som ligger til grunn for forvaltningen av eiendelene, samt egenskapene ved de kontraktsfestede kontantstrømmene. Investeringsporteføljen til SPU forvaltes i samsvar med forvaltningsmandatet fastsatt av Finansdepartementet, investeringsmandatet fastsatt av hovedstyret i Norges Bank og investeringsstrategier fastsatt av ledelsen i Norges Bank Investment Management. Disse

mandatene og strategiene, inkludert risiko-styringsstrategiene, innebærer at finansielle eiendeler styres og følges opp på grunnlag av virkelig verdi. Alle finansielle eiendeler er derfor målt til virkelig verdi med verdiendringer over resultatet. Dette er i tråd med hvordan finansielle eiendeler ble regnskapsført under IAS 39. Prinsippene for klassifiseringen og måling av finansielle forpliktelser er videreført fra IAS 39. Finansielle forpliktelser som styres og følges opp basert på virkelig verdi er utpekt til virkelig verdi med verdiendringer over resultatet. Finansielle derivater er pliktig regnskapsført til virkelig verdi over resultatet, tilsvarende som under IAS 39. Implementeringen av IFRS 9 hadde derfor ingen virkninger på hvordan finansielle instrumenter regnskapsføres.

2. BRUK AV ESTIMATER OG SKJØNNMESSIGE VURDERINGER

Utarbeidelsen av kvartalsregnskapet innebærer bruk av estimater og skjønnsmessige vurderinger som kan påvirke rapporterte beløp for 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 kvartalsregnskapet avlegges. Estimaterne er basert på beste skjønn, men faktisk utfall kan avvike fra estimatet.

I tilfeller hvor det foreligger spesielt usikre estimater, er dette omtalt i de respektive notene. For ytterligere informasjon om vesentlige estimater og skjønnsmessige vurderinger vises det til de relevante notene i årsrapporten for 2017.

Note 3 Avkastning per aktivaklasse

Tabell 3.1 Avkastning per aktivaklasse

	1. kvartal 2018	4. kvartal 2017	3. kvartal 2017	2. kvartal 2017	1. kvartal 2017	Hittil i år 31.03.2018
Avkastning målt i fondets valutakurv						
Aksjeinvesteringenes avkastning (prosent)	-2,22	4,96	4,31	3,37	5,53	-2,22
Renteinvesteringenes avkastning (prosent)	-0,37	0,53	0,85	1,12	0,77	-0,37
Unotert eiendoms avkastning (prosent)	2,50	1,97	2,68	2,05	0,62	2,50
Fondets avkastning (prosent)	-1,53	3,49	3,15	2,60	3,78	-1,53
Fondets relative avkastning (prosentpoeng)	0,13	0,17	0,10	0,28	0,09	0,13
Avkastning målt i norske kroner (prosent)						
Aksjeinvesteringenes avkastning	-4,84	8,45	0,40	2,92	6,85	-4,84
Renteinvesteringenes avkastning	-3,03	3,87	-2,93	0,68	2,03	-3,03
Unotert eiendoms avkastning	-0,24	5,36	-1,16	1,61	1,88	-0,24
Fondets avkastning	-4,16	6,92	-0,71	2,15	5,08	-4,16

For nærmere informasjon om beregningsmetode i avkastningsmålingen, se note 3 *Avkastning per aktivaklasse* i årsrapporten for 2017.

Note 4 Inntekt/kostnad fra aksjer, obligasjoner og finansielle derivater

Tabell 4.1 til 4.3 spesifiserer inntekts- og kostnadselementer for henholdsvis *aksjer*, *obligasjoner* og *finansielle derivater*, hvor linjen

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

Tabell 4.1 Spesifisering Inntekt/kostnad fra aksjer

Beløp i millioner kroner	1. kvartal 2018	1. kvartal 2017	2017
Utbytte	30 165	28 710	128 846
Realisert gevinst/tap	77 777	68 741	233 652
Urealisert gevinst/tap	-277 924	176 713	571 003
Inntekt/kostnad fra aksjer før gevinst/tap valuta	-169 981	274 164	933 501

Tabell 4.2 Spesifisering Inntekt/kostnad fra obligasjoner

Beløp i millioner kroner	1. kvartal 2018	1. kvartal 2017	2017
Renter	16 447	18 344	71 811
Realisert gevinst/tap	-4 021	249	9 283
Urealisert gevinst/tap	-18 729	989	316
Inntekt/kostnad fra obligasjoner før gevinst/tap valuta	-6 303	19 582	81 410

Tabell 4.3 Spesifisering Inntekt/kostnad fra finansielle derivater

Beløp i millioner kroner	1. kvartal 2018	1. kvartal 2017	2017
Utbytte	6	20	140
Renter	262	-1 345	-1 933
Realisert gevinst/tap	580	-23	128
Urealisert gevinst/tap	83	2 278	1 943
Inntekt/kostnad fra finansielle derivater før gevinst/tap valuta	932	930	278

Note 5 Beholdninger av aksjer, obligasjoner og finansielle derivater

Tabell 5.1 Aksjer

Beløp i millioner kroner	31.03.2018		31.12.2017	
	Virkelig verdi inkl. utbytte	Opptjent utbytte	Virkelig verdi inkl. utbytte	Opptjent utbytte
Aksjer	5 389 358	11 184	5 662 535	6 111
Sum aksjer	5 389 358	11 184	5 662 535	6 111
<i>Herav utlånte aksjer</i>	<i>555 113</i>		<i>411 664</i>	

Tabell 5.2 Obligasjoner

Beløp i millioner kroner	Nominell verdi	31.03.2018		Nominell verdi	31.12.2017	
		Virkelig verdi inkl. opptjente renter	Opp-tjente renter		Virkelig verdi inkl. opptjente renter	Opp-tjente renter
Statsobligasjoner	1 267 901	1 411 095	10 610	1 304 201	1 458 828	10 712
Statsrelaterte obligasjoner	309 840	319 054	2 081	305 185	316 787	1 938
Realrenteobligasjoner	107 261	123 690	313	112 513	131 125	375
Selskapsobligasjoner	601 160	607 962	5 343	610 017	631 957	5 960
Pantesikrede obligasjoner	138 360	131 217	834	139 275	132 642	1 013
Sum obligasjoner	2 424 522	2 593 018	19 181	2 471 191	2 671 338	19 999
<i>Herav utlånte obligasjoner</i>		<i>623 765</i>			<i>591 277</i>	

Tabell 5.3 Finansielle derivater

Beløp i millioner kroner	Pålydende verdi	31.03.2018		Pålydende verdi	31.12.2017	
		Virkelig verdi Eiendel	Gjeld		Virkelig verdi Eiendel	Gjeld
Valutaderivater	291 112	1 082	1 641	252 601	770	2 687
Rentederivater	46 672	958	840	34 225	1 304	1 232
Aksjederivater	728	208	-	7 379	6 951	-
Sum finansielle derivater	338 512	2 248	2 481	294 205	9 025	3 919

Note 6 Unotert eiendom

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

Virkelig verdi av unotert eiendom anses å være summen av SPUs andel av eiendeler og forpliktelser som inngår i de underliggende

eiendomsselskapene, målt til virkelig verdi. For ytterligere informasjon, se note 7 *Måling til virkelig verdi*.

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

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

Tabell 6.1 Inntekt/kostnad fra unotert eiendom

Beløp i millioner kroner	1. kvartal 2018	1. kvartal 2017	2017
Innbetaling av utbytte	799	387	2 057
Innbetaling av renter	249	360	1 812
Urealisert gevinst/tap	3 760	1 928	10 368
Inntekt/kostnad fra unotert eiendom før gevinst/tap valuta	4 808	2 675	14 237

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

Tabell 6.2 Balanseendringer unotert eiendom

Beløp i millioner kroner	31.03.2018	31.12.2017
Unotert eiendom, inngående balanse for perioden	217 160	188 469
Utbetaling til nye investeringer ¹	-	14 771
Utbetaling til eksisterende investeringer ¹	281	5 167
Innbetaling fra eksisterende investeringer ¹	-774	-2 704
Urealisert gevinst/tap	3 760	10 368
Valutaeffekt ved omregning til norske kroner	-5 323	1 089
Unotert eiendom, utgående balanse for perioden	215 105	217 160

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

UNDERLIGGENDE EIENDOMSSKAPER

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

I tabellene nedenfor gis en ytterligere spesifikasjon av *Unotert eiendom*. Tabell 6.3

spesifiserer SPUs andel av inntekter og kostnader generert i de underliggende datterselskapene som er grunnlaget for *Inntekt/kostnad fra unotert eiendom* presentert i tabell 6.1. Tabell 6.4 spesifiserer SPUs andel av eiendeler og forpliktelser i de underliggende datterselskapene som inngår i *Unotert eiendom* som presentert i tabell 6.2.

Tabell 6.3 Netto inntekt underliggende eiendomsselskaper

Beløp i millioner kroner	1. kvartal 2018	1. kvartal 2017	2017
Netto leieinntekter	2 295	2 013	8 579
Realisert gevinst/tap	-70	8	199
Virkelig verdiendringer – bygninger ¹	3 180	1 322	8 375
Virkelig verdiendringer – gjeld ¹	240	-188	-420
Virkelig verdiendringer – andre eiendeler og forpliktelser ¹	-382	-57	-461
Transaksjonskostnader	-39	-16	-324
Rentekostnader ekstern gjeld	-123	-161	-626
Betalbar skatt	-53	-12	-140
Ekstern eiendomsforvaltning – faste honorarer ²	-138	-119	-482
Ekstern eiendomsforvaltning – variable honorarer ²	-44	-70	-248
Intern eiendomsforvaltning – faste honorarer ³	-9	-8	-32
Driftskostnader innenfor rammen fra Finansdepartementet ⁴	-19	-16	-97
Andre driftskostnader	-31	-21	-88
Netto inntekt underliggende eiendomsselskaper	4 808	2 675	14 237

¹ Dette omfatter kun virkelig verdiendringer av bygninger, gjeld, andre eiendeler og forpliktelser, og vil derfor ikke tilsvare *Urealisert gevinst/tap* presentert i tabell 6.1 som inkluderer overskudd som ikke er utdelt.

² Faste og variable honorarer for eiendomsforvaltning er direkte relatert til de underliggende bygningene og er primært knyttet til drift og utvikling av bygninger og leieforhold. Variable honorarer til eksterne forvaltere er basert på oppnådde prestasjonsmål over tid.

³ Intern eiendomsforvaltning utføres på 100 prosent eide eiendommer av ansatte i et heleid, konsolidert datterselskap.

⁴ Se tabell 10.2 for spesifikasjon av driftskostnader som måles mot rammen for forvaltningsgodtgjøring fra Finansdepartementet.

Tabell 6.4 Eiendeler og forpliktelser underliggende eiendomsselskaper

Beløp i millioner kroner	31.03.2018	31.12.2017
Bygninger	232 566	235 507
Ekstern gjeld	-17 066	-17 694
Netto andre eiendeler og forpliktelser ¹	-394	-653
Sum eiendeler og forpliktelser underliggende eiendomsselskaper	215 105	217 160

¹ *Netto andre eiendeler og forpliktelser* består av kontanter og skatt samt operasjonelle fordringer og forpliktelser.

AVTALER OM KJØP OG SALG AV EIENDOM

Ved kjøp og salg av eiendom vil det normalt være en tidsperiode mellom avtaleinngåelse og gjennomføring av transaksjonen. I de underliggende eiendomsselskapene innregnes eller fraregnes eiendommer den datoen kontroll over eiendommen overdras. Dette vil normalt

være tidspunktet vederlaget overføres og transaksjonen gjennomføres. Transaksjoner blir normalt annonsert ved avtaleinngåelsen.

Tabell 6.5 spesifiserer annonserte avtaler om kjøp og salg av eiendom som ikke er gjennomført på balansedagen.

Tabell 6.5 Annonserte avtaler om kjøp og salg av eiendom¹

Type	Eiendomsadresse	By	Eierandel i prosent	Valuta	Pris millioner i oppgitt valuta ²	Annonsert kvartal	Forventet gjennomføring
Kjøp	Schützenstrasse 26	Berlin	100,0	EUR	425	3. kv. 2017	4 kv. 2019
Salg	Hultschiner Strasse 8	München	50,0	EUR	122	1. kv. 2018	2 kv. 2018
Salg	2-14 rue de la Verrerie	Meudon	50,0	EUR	128	1. kv. 2018	2 kv. 2018

¹ Kjøp og salg over 25 millioner amerikanske dollar blir annonsert.

² Oppgitt pris er for SPUs andel.

Note 7 Måling til virkelig verdi

1. INNLEDNING

Virkelig verdi for majoriteten av eiendeler og gjeld er basert på noterte priser. Dersom markedet for et verdipapir eller andre eiendeler og forpliktelser ikke er aktivt, estimeres virkelig verdi ved bruk av standard verdsettelsesmetoder.

Eiendeler og forpliktelser er kategorisert i verdsetteshierarkiet i tabell 7.1 basert på grad av verdsettelsesusikkerhet. For en oversikt over verdsettelsesmodeller og metoder, samt definisjoner og anvendelse av nivåene for verdsettelsesusikkerhet, se note 7 *Måling til virkelig verdi* i årsrapporten for 2017.



VESENTLIG ESTIMAT

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

2. HIERARKIET FOR VIRKELIG VERDI

Tabell 7.1 Investeringer på nivåer for verdsettelsesusikkerhet

Beløp i millioner kroner	Nivå 1		Nivå 2		Nivå 3		Totalt	
	31.03.2018	31.12.2017	31.03.2018	31.12.2017	31.03.2018	31.12.2017	31.03.2018	31.12.2017
Aksjer	5 347 437	5 616 897	31 364	34 265	10 557	11 373	5 389 358	5 662 535
Statsobligasjoner	1 386 875	1 417 376	24 220	41 452	-	-	1 411 095	1 458 828
Statsrelaterte obligasjoner	269 534	271 415	48 064	43 151	1 456	2 221	319 054	316 787
Realrenteobligasjoner	117 349	126 023	6 341	5 102	-	-	123 690	131 125
Selskapsobligasjoner	582 940	597 276	24 839	34 572	183	109	607 962	631 957
Pantesikrede obligasjoner	112 020	113 337	18 763	18 863	434	442	131 217	132 642
Sum obligasjoner	2 468 718	2 525 427	122 227	143 140	2 073	2 772	2 593 018	2 671 338
Finansielle derivater (eiendeler)	200	120	2 048	8 905	-	-	2 248	9 025
Finansielle derivater (gjeld)	-	-	-2 481	-3 919	-	-	-2 481	-3 919
Sum finansielle derivater	200	120	-433	4 986	-	-	-233	5 106
Unotert eiendom	-	-	-	-	215 105	217 160	215 105	217 160
Annet ¹	-	-	-72 750	-67 685	-	-	-72 750	-67 685
Totalt	7 816 355	8 142 444	80 408	114 706	227 735	231 305	8 124 498	8 488 454
Totalt (prosent)	96,2	95,9	1,0	1,4	2,8	2,7	100,0	100,0

¹ Annet består av utlån og innlån med sikkerhetsstillelse, innskudd i banker, uoppgjorte handler, avgitt og mottatt kontantsikkerhet og andre eiendeler og gjeld.

Verdsettelsesusikkerheten for SPU totalt ved utgangen av første kvartal 2018 er i hovedsak uendret sammenlignet med utgangen av 2017. Majoriteten av den totale porteføljen har lav verdsettelsesusikkerhet. Ved utgangen av første kvartal var 97,2 prosent klassifisert som nivå 1 eller 2. Bevegelser mellom nivåene i hierarkiet for virkelig verdi er beskrevet i punkt 3 i denne noten.

Aksjer

Målt som en andel av total verdi er tilnærmet alle aksjer (99,2 prosent) verdsatt basert på offisielle sluttkurser fra børs og klassifisert som nivå 1. Et mindre antall aksjer (0,6 prosent) er klassifisert som nivå 2. Dette er hovedsakelig aksjer hvor handel nylig er suspendert og ikke-likvide beholdninger som ikke handles daglig. Noen få beholdninger (0,2 prosent), som ikke er notert, eller hvor handel har vært suspendert

over en lengre periode, har betydelig usikkerhet rundt estimeringen av virkelig verdi og er klassifisert som nivå 3. Én aksjeholdning med bindingstid, mottatt som kompensasjon i en sammenslåing av to selskaper i 2016, utgjør over 90 prosent av verdien av aksjer klassifisert som nivå 3. Bindingstiden medfører betydelig bruk av ikke-observerbare inndata i verdsettelsen.

Obligasjoner

Majoriteten av obligasjoner (95,2 prosent) er verdsatt basert på observerbare kurser i aktive markeder og er klassifisert som nivå 1. Et mindretall obligasjoner (4,7 prosent) er verdsatt basert på annen observerbar inndata enn noterte kurser som omfattes av nivå 1 og er klassifisert som nivå 2. Dette er beholdninger som ikke har et tilstrekkelig antall observerbare kurser, eller som er verdsatt basert på kurser til sammenlignbare obligasjoner omsatt i aktive markeder. Enkelte obligasjoner (0,1 prosent), som ikke har observerbare kurser, er klassifisert som nivå 3.

Unotert eiendom

Alle unoterte eiendomsinvesteringer er klassifisert som nivå 3, da modeller er brukt for å verdsette de underliggende eiendelene og forpliktelsene med utstrakt bruk av ikke-observerbare inndata. Alle unoterte eiendomsinvesteringer er målt til verdien fastsatt av

eksterne verdsettere. Unntaket er nylig kjøpte eiendommer der vederlaget eksklusive transaksjonskostnader normalt er vurdert som det beste anslaget på virkelig verdi, eller tilfeller hvor det finnes indikasjoner på at verdien fastsatt av eksterne verdsettere ikke gjenspeiler virkelig verdi, slik at justering av verdsettelse er berettiget.

3. BEVEGELSER MELLOM NIVÅER I HIERARKIET

Reklassifisering mellom nivå 1 og nivå 2

Den relative andelen aksjer klassifisert som nivå 1 eller 2 er tilnærmet uendret sammenlignet med årsslutt 2017.

I første kvartal 2018 ble fondets beholdning av saudiarabiske deltagelsessertifikater konvertert til aksjer i selskaper notert på den saudiarabiske børsen Tadawul. Deltagelsessertifikatene var klassifisert som derivater i nivå 2, mens mottatte aksjer er klassifisert som nivå 1. Ved årsslutt 2017 hadde deltagelsessertifikatene en balanseført verdi på 6 802 millioner kroner.

Det har vært en nedgang i verdsettelses-usikkerheten for obligasjoner, sammenlignet med årsslutt 2017. De fleste kjøp gjennom kvartalet har vært innen nivå 1 og en andel nivå 2-obligasjoner har forfalt eller blitt solgt.

Tabell 7.2 Endringer i nivå 3 beholdninger

Beløp i millioner kroner	01.01.2018	Kjøp	Salg	Forfalte og innbetalte	Netto gevinst/tap	Overført til nivå 3	Overført fra nivå 3	Gevinst/tap valuta	31.03.2018
Aksjer	11 373	1	-319	-2	-397	509	-422	-186	10 557
Obligasjoner	2 772	-	-17	-	-10	373	-990	-55	2 073
Unotert eiendom ¹	217 160	-493	-	-	3 760	-	-	-5 323	215 105
Totalt	231 305	-492	-336	-2	3 353	882	-1 412	-5 564	227 735

Beløp i millioner kroner	01.01.2017	Kjøp	Salg	Forfalte og innbetalte	Netto gevinst/tap	Overført til nivå 3	Overført fra nivå 3	Gevinst/tap valuta	31.12.2017
Aksjer	11 863	97	-1 534	-48	-632	1 099	-258	786	11 373
Obligasjoner	1 390	406	-327	-71	-33	1 457	-6	-44	2 772
Unotert eiendom ¹	188 469	17 234	-	-	10 368	-	-	1 089	217 160
Totalt	201 722	17 737	-1 861	-119	9 703	2 556	-264	1 831	231 305

¹ Kjøp representerer netto kontantstrøm i perioden mellom SPU og datterselskaper presentert som *Unotert eiendom*.

Den relative andelen av beholdninger klassifisert som nivå 3 er tilnærmet uendret fra årsslutt 2017. I absolutt verdi har aksjer klassifisert som nivå 3 blitt redusert med 816 millioner kroner. Dette skyldes hovedsakelig prisendringer og salg av aksjer tidligere

klassifisert som nivå 3. Verdien av obligasjoner klassifisert som nivå 3 er redusert med 699 millioner kroner som følge av at noen obligasjoner har blitt reklassifisert til nivå 2 og nivå 1 på grunn av redusert prisusikkerhet.

4. SENSITIVITETSANALYSE FOR NIVÅ 3 BEHOLDNINGER

Tabell 7.3 Ytterligere spesifisering nivå 3 og sensitiviteter

Beløp i millioner kroner	Spesifikasjon av nivå 3 per 31.03.2018	Sensitiviteter 31.03.2018		Spesifisering av nivå 3 per 31.12.2017	Sensitiviteter 31.12.2017	
		Ufordelaktige endringer	Fordelaktige endringer		Ufordelaktige endringer	Fordelaktige endringer
Aksjer	10 557	-2 246	2 246	11 373	-2 409	2 409
Statsrelaterte obligasjoner	1 456	-146	146	2 221	-222	222
Selskapsobligasjoner	183	-18	18	109	-11	11
Pantesikrede obligasjoner	434	-43	43	442	-44	44
Sum obligasjoner	2 073	-207	207	2 772	-277	277
Unotert eiendom	215 105	-11 858	14 358	217 160	-12 969	14 988
Totalt	227 735	-14 311	16 811	231 305	-15 655	17 674

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

Estimater for de unoterte eiendomsverdiene er spesielt sensitive til endringer i avkastningskrav og forutsetninger som påvirker fremtidige

inntekter. Under en ufordelaktig endring vil en økning i avkastningskrav på 0,2 prosentpoeng, og en reduksjon i fremtidige leieinntekter på 2 prosent, redusere den unoterte eiendomsporteføljens verdi med om lag 5,5 prosent eller 11 858 millioner kroner. Under en fordelaktig endring vil en reduksjon i avkastningskrav på 0,2 prosentpoeng og en økning i fremtidige leieinntekter på 2 prosent øke den unoterte eiendomsporteføljens verdi med 6,7 prosent eller 14 358 millioner kroner.

Sensitivitet for obligasjoner og aksjer klassifisert som nivå 3 er tilnærmet uendret sammenlignet med årsslutt 2017.

Note 8 Risiko

MARKEDSRISIKO

Markedsrisiko er risiko for tap eller endring i markedsverdi for porteføljen eller deler av denne på grunn av endring i aksjekurser, renter, eiendomsverdier, valutakurser og kredittpåslag. Norges Bank Investment Management måler markedsrisiko både for den faktiske porteføljen

og den relative markedsrisikoen for plasseringer for SPU.

Aktivaklasse per land og valuta

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

Tabell 8.1 Fordeling per aktivaklasse, land og valuta

Aktivaklasse	Marked	Markedsverdi i prosent per land og valuta ¹		Markedsverdi i prosent per aktivaklasse		Eiendeler minus gjeld før forvaltningsgodtgjøring		
		31.03.2018	Marked	31.12.2017	31.03.2018	31.12.2017	31.03.2018	31.12.2017
Aksjer	Utviklet	88,4	Utviklet	89,0				
	USA	35,9	USA	35,4				
	Storbritannia	9,5	Storbritannia	9,7				
	Japan	9,2	Japan	9,1				
	Tyskland	5,8	Tyskland	6,1				
	Frankrike	5,1	Frankrike	5,1				
	Sum andre	23,0	Sum andre	23,6				
	Fremvoksende	11,6	Fremvoksende	11,0				
	Kina	3,9	Kina	3,6				
	Taiwan	1,7	Taiwan	1,6				
	India	1,1	India	1,2				
	Brasil	1,0	Brasil	0,9				
	Sør-Afrika	0,7	Sør-Afrika	0,7				
	Sum andre	3,1	Sum andre	3,0				
Sum aksjer					66,18	66,60	5 376 391	5 653 440
Obligasjoner	Utviklet	91,6	Utviklet	90,5				
	Amerikanske dollar	43,8	Amerikanske dollar	44,9				
	Euro	27,4	Euro	25,8				
	Japanske yen	7,3	Japanske yen	6,7				
	Britiske pund	4,7	Britiske pund	4,6				
	Kanadiske dollar	2,8	Kanadiske dollar	3,2				
	Sum andre	5,6	Sum andre	5,3				
	Fremvoksende	8,4	Fremvoksende	9,5				
	Meksikanske peso	1,6	Meksikanske peso	1,6				
	Sørkoreanske won	1,1	Sørkoreanske won	1,4				
	Brasilianske real	0,8	Indonesiske rupiah	0,9				
	Indonesiske rupiah	0,8	Indiske rupi	0,7				
	Indiske rupi	0,8	Brasilianske real	0,7				
	Sum andre	3,2	Sum andre	4,1				
Sum obligasjoner					31,16	30,82	2 531 557	2 616 372
Unotert eiendom	USA	45,3	USA	46,2				
	Storbritannia	24,1	Storbritannia	23,5				
	Frankrike	16,6	Frankrike	16,6				
	Tyskland	3,9	Sveits	3,9				
	Sveits	3,9	Tyskland	3,5				
	Sum andre	6,2	Sum andre	6,3				
Sum unotert eiendom					2,67	2,58	216 549	218 643

¹ Markedsverdi i prosent per land og valuta inkluderer derivater og kontanter.

Ved utgangen av første kvartal var aksjeandelen i fondet 66,2 prosent. Dette er en nedgang fra 66,6 prosent ved årsslutt 2017. Obligasjonsporteføljens andel av fondet har gått opp til 31,2 prosent i første kvartal, fra 30,8 prosent ved årsslutt 2017. Denne endringen i aktivklasseallokering i første kvartal er hovedsakelig som følge av bedre avkastning for obligasjonsporteføljen enn aksjeporteføljen.

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 fondets relative risiko målt mot sin referanseindeks.

Alle fondets investeringer, inkludert de unoterte eiendomsinvesteringene, er inkludert i

beregning av forventet relativ volatilitet, og måles mot fondets referanseindeks bestående av globale aksje- og obligasjonsindekser. Grensen for forventet relativ volatilitet for fondet er på 1,25 prosentpoeng.

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

Overordnet metode som er benyttet i beregningene av forventet absolutt og relativ volatilitet er forklart i note 8 *Risiko* i årsrapporten for 2017. Denne metoden benyttes også for investeringer i unotert eiendom.

Tabell 8.2 Porteføljrisiko, forventet volatilitet, prosent

	Forventet volatilitet, faktisk portefølje							
	31.03.2018	Min 2018	Maks 2018	Snitt 2018	31.12.2017	Min 2017	Maks 2017	Snitt 2017
Porteføljen	9,9	9,9	11,0	10,7	10,8	10,7	11,2	11,0
Aksjer	13,0	13,0	13,7	13,5	13,6	13,6	14,1	14,0
Obligasjoner	8,4	8,4	9,4	9,1	9,4	9,4	9,8	9,7
Unotert eiendom	11,0	11,0	11,9	11,7	12,0	11,9	12,7	12,5

Tabell 8.3 Relativ risiko målt mot referanseindeksen til fondet, forventet relativ volatilitet, basispunkter

	Forventet relativ volatilitet							
	31.03.2018	Min 2018	Maks 2018	Snitt 2018	31.12.2017	Min 2017	Maks 2017	Snitt 2017
Porteføljen	32	31	33	32	33	31	35	33

Risiko målt ved forventet volatilitet viser en forventet årlig verdisvingning i fondet på 9,9 prosent, eller om lag 810 milliarder kroner, ved utgangen av første kvartal, mot 10,8 prosent ved årsslutt 2017. Aksjeinvesteringenes forventede volatilitet var 13,0 prosent ved utgangen av første kvartal mot 13,6 ved årsslutt, mens renteinvesteringenes forventede volatilitet var 8,4 prosent mot 9,4 prosent ved utgangen av 2017. Nedgangen i den forventede volatiliteten skyldes hovedsakelig lavere vekt av aksjer i porteføljen og mindre prissvingninger i markedene for de siste tre årene enn det som var tilfellet ved utgangen av 2017.

Fondets forventede relative volatilitet, inkludert unotert eiendom, var 32 basispunkter ved utgangen av første kvartal, mot 33 basispunkter ved årsslutt 2017.

Forventet ekstremavviksrisiko er et halerisiko-mål som måler forventet tap i ekstreme markedssituasjoner. Ekstremavviksrisikomålet gir et estimat på det forventede årlige tapet for

et gitt konfidensnivå. Ved bruk av historiske simuleringer beregnes relative avkastninger på dagens portefølje og referanseindeks på ukentlig basis over de siste ti årene. Ekstremavviksrisikoen ved 97,5 prosent konfidensnivå er da gitt ved den annualiserte gjennomsnittlige relative avkastningen målt i valutakurven for de 2,5 prosent verste ukene.

Hovedstyret har fastsatt at fondet skal forvaltes slik at den årlige ekstremavviksrisikoen ikke skal overstige 3,75 prosentpoeng. Ved utgangen av første kvartal var ekstremavviksrisikoen 1,40 prosentpoeng.

KREDITTRISIKO

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

Tabell 8.4 Obligasjonsporteføljen fordelt etter kredittvurdering

Beløp i millioner kroner, 31.03.2018	AAA	AA	A	BBB	Lavere vurdering	Totalt
Statsobligasjoner	724 354	200 574	303 896	125 697	56 574	1 411 095
Statsrelaterte obligasjoner	148 884	114 805	44 149	9 960	1 255	319 054
Realrenteobligasjoner	104 742	9 052	4 720	5 175	-	123 690
Selskapsobligasjoner	6 186	54 124	226 371	305 138	16 143	607 962
Pantesikrede obligasjoner	108 120	18 502	3 024	1 571	-	131 217
Sum obligasjoner	1 092 287	397 057	582 159	447 541	73 972	2 593 018

Beløp i millioner kroner, 31.12.2017	AAA	AA	A	BBB	Lavere vurdering	Totalt
Statsobligasjoner	724 614	214 529	292 828	174 394	52 463	1 458 828
Statsrelaterte obligasjoner	141 463	119 116	44 171	10 719	1 318	316 787
Realrenteobligasjoner	112 634	8 131	3 038	7 322	-	131 125
Selskapsobligasjoner	5 988	54 763	241 644	316 896	12 666	631 957
Pantesikrede obligasjoner	112 106	15 977	2 961	1 598	-	132 642
Sum obligasjoner	1 096 805	412 516	584 642	510 929	66 447	2 671 338

Andelen av obligasjonsbeholdningen kategorisert med kredittvurdering AAA økte til 42,1 prosent ved slutten av første kvartal sammenlignet med 41,1 prosent ved utgangen av 2017. Økningen skyldes i hovedsak en økning i statsobligasjoner og statsrelaterte obligasjoner i kategorien. Andelen av obligasjonsbeholdningen i kategorien *Lavere vurdering* økte til 2,9 prosent fra 2,5 prosent ved utgangen av 2017. Totalt sett er kredittkvaliteten på obligasjonsporteføljen noe svekket siden årsslutt.

Motpartsrisiko

Motpartsrisiko er risiko for tap knyttet til at en motpart går konkurs eller på annen måte ikke kan oppfylle sine forpliktelser. Ved utgangen av første kvartal ble metoden for å beregne mot-

partsrisikoeksponering fra derivater og valuta-kontrakter endret fra markedsverdimetoden til ny standardmetode for motpartsrisiko (SA-CCR). Begge metodene er vedtatt av Baselkomiteen, hvor markedsverdimetoden vil erstattes av ny standardmetode for motpartsrisiko for derivater og valutakontrakter. Den nye standardmetoden søker å forbedre markedsverdimetoden gjennom i større grad å ta hensyn til mottatte sikkerheter og motregning ved beregning av motpartsrisiko. Metoden for hvordan sikkerheter blir beregnet er også videreutviklet og stress i finansmarkedene vektlegges i større grad i kalibreringen av fremtidig forventet risikoeksponering. Den nye standardmetoden gir noe høyere risikoeksponering for porteføljen ved utgangen av første kvartal. Tabell 8.5 viser motpartsrisiko per type posisjon.

Tabell 8.5 Motpartsrisiko per type posisjon

Beløp i millioner kroner	Risikoeksponering	
	31.03.2018	31.12.2017 ¹
Verdipapirutlån	79 871	71 150
Usikrede bankinnskudd ² og verdipapirer ³	27 416	14 008
Derivater inklusive valutakontrakter ⁴	20 700	18 769
Oppgjørsrisiko på motpart og transaksjoner med lang oppgjørstid	6 497	2 598
Gjenkjøps- og gjensalgsvtaler	4 002	4 662
Deltagessertifikater ³	-	6 802
Totalt	138 487	117 989

¹ Enkelte sammenligningstall er omarbeidet for å samsvare med presentasjonen i inneværende år.

² Beløpet inkluderer også bankinnskudd i ikke-konsoliderte datterselskaper eiendom.

³ Fondets beholdning av saudiarabiske deltagessertifikater ble i første kvartal 2018 konvertert til noterte aksjer på den saudiarabiske børsen. Disse noterte aksjene gir motpartsrisiko i form av at de vurderes som usikrede.

⁴ Sammenligningstall er basert på metoden benyttet ved årsslutt 2017.

Motpartsrisikoeksponeringen har økt til 138,5 milliarder kroner ved utgangen av første kvartal, mot 118,0 milliarder kroner ved

utgangen av 2017. Økningen i risikoeksponering i første kvartal var størst fra verdipapirutlån og usikrede bankinnskudd.

Note 9 Gevinst/tap valuta

VESENTLIG ESTIMAT

Gevinster og tap på verdipapirer og finansielle derivater er basert på endringer i verdipapiret/instrumentets kurs (før gevinst/tap valuta) og endringer i valutakurser (gevinst/tap valuta).

Disse presenteres separat i resultatregnskapet. Metoden for å fordele total gevinst/tap i norske kroner, til et verdipapirelement og et valutaelement, er et estimat. Forskjellige metoder vil kunne gi ulike utslag for fordelingen. For nærmere beskrivelse av metoden som er benyttet, se note 10 *Gevinst/tap valuta* i årsrapporten for 2017.

Fondets markedsverdi i norske kroner påvirkes av endringer i valutakurser. Se tabell 8.1 i note 8 *Risiko* for en oversikt over fordeling av SPU

investeringer per aktivaklasse, land og valuta. Endringen i fondets markedsverdi som skyldes endringer i valutakurs er presentert i tabell 9.1.

Tabell 9.1 Spesifikasjon Gevinst/tap valuta

Beløp i millioner kroner	1. kvartal 2018	1. kvartal 2017	2017
Gevinst/tap valuta - USD/NOK	-104 679	-4 085	-126 868
Gevinst/tap valuta - EUR/NOK	-25 049	15 926	111 425
Gevinst/tap valuta - JPY/NOK	9 313	22 322	-8 367
Gevinst/tap valuta - GBP/NOK	-2 501	4 665	20 745
Gevinst/tap valuta - andre	-59 750	44 176	17 766
Gevinst/tap valuta	-182 666	83 004	14 701

Note 10 Forvaltningskostnader

Forvaltningskostnader omfatter alle kostnader ved forvaltning av investeringsporteføljen. Disse påløper i hovedsak i Norges Bank, i tillegg til i datterselskaper av Norges Bank som utelukkende er etablert som en del av forvaltningen av SPUs investeringer i unotert eiendom.

FORVALTNINGSKOSTNADER I NORGES BANK

Finansdepartementet refunderer Norges Bank for kostnader som påløper i forbindelse med forvaltningen av SPU, i form av en forvaltningsgodtgjøring. Forvaltningsgodtgjøringen tilsvarer faktiske kostnader påløpt i Norges Bank, inkludert avkastningsavhengige honorarer til eksterne forvaltere, og belastes resultatet for SPU på linjen *Forvaltningsgodtgjøring*. Kostnader inkludert i forvaltningsgodtgjøringen er spesifisert i tabell 10.1.

Tabell 10.1 Forvaltningsgodtgjøring

Beløp i millioner kroner	1. kvartal 2018	Basis-punkter	1. kvartal 2017	Basis-punkter	2017	Basis-punkter
Lønn, arbeidsgiveravgift og andre personalkostnader	305		333		1 325	
Kostnader til depot	84		99		404	
IT-tjenester, systemer, data og informasjon	155		154		657	
Analyse, konsulent og juridiske tjenester	69		32		252	
Øvrige kostnader	85		64		251	
Fordelte kostnader Norges Bank	43		43		161	
Faste honorarer til eksterne forvaltere	247		209		755	
Forvaltningsgodtgjøring eksklusive avkastningsavhengige honorarer	987	4,7	934	5,0	3 804	4,8
Avkastningsavhengige honorarer til eksterne forvaltere	383		243		924	
Forvaltningsgodtgjøring	1 370	6,6	1 177	6,3	4 728	6,0

FORVALTNINGSKOSTNADER I DATTERSELSKAPER

Forvaltningskostnader som påløper i datterselskaper består av kostnader knyttet til forvaltningen av den unoterte eiendomsporteføljen. Disse kostnadene blir belastet porteføljeresultatet direkte og er ikke en del av

forvaltningsgodtgjøringen. Forvaltningskostnader påløpt i ikke-konsoliderte og konsoliderte datterselskaper presenteres i resultatregnskapet som henholdsvis *Inntekt/kostnad fra unotert eiendom* og *Annen inntekt/kostnad*, og er spesifisert i tabell 10.2.

Tabell 10.2 Forvaltningskostnader datterselskaper eiendom

Beløp i millioner kroner	1. kvartal 2018	1. kvartal 2017	2017
Lønn, arbeidsgiveravgift og andre personalkostnader	7	6	33
IT-tjenester, systemer, data og informasjon	8	8	42
Analyse, konsulent og juridiske tjenester	5	3	23
Øvrige kostnader	4	4	17
Sum forvaltningskostnader datterselskaper eiendom	24	21	116
<i>Herav forvaltningskostnader ikke-konsoliderte datterselskaper</i>	<i>19</i>	<i>16</i>	<i>97</i>
<i>Herav forvaltningskostnader konsoliderte datterselskaper</i>	<i>5</i>	<i>5</i>	<i>19</i>

ØVRE RAMME FOR DEKNING AV FORVALTNINGSKOSTNADER

Finansdepartementet har fastsatt en øvre ramme for dekning av forvaltningskostnader, og Norges Bank godtgjøres kun for påløpte kostnader innenfor denne rammen. I tillegg dekkes avkastningsavhengige honorarer til eksterne forvaltere utenfor den fastsatte rammen.

Summen av forvaltningskostnader som påløper i Norges Bank og i datterselskaper, eksklusiv

avkastningsavhengige honorarer til eksterne forvaltere, er for 2018 begrenset oppad til 7 basispunkter av gjennomsnittlig kapital under forvaltning. I henhold til retningslinjer fra Finansdepartementet, er gjennomsnittlig kapital under forvaltning beregnet basert på markedsverdien til fondets portefølje i norske kroner ved inngangen til hver måned i kalenderåret.

Samlede forvaltningskostnader som måles mot den øvre kostnadsrammen utgjør 1 011 millioner kroner i første kvartal 2018. Dette

består av 987 millioner kroner i forvaltningskostnader i Norges Bank eksklusive avkastningsavhengige honorarer til eksterne forvaltere og 24 millioner kroner i forvaltningskostnader i datterselskaper. Dette tilsvarer 4,9 basispunkter av forvaltet kapital på årsbasis.

Samlede forvaltningskostnader inklusive avkastningsavhengige honorarer til eksterne forvaltere utgjør 1 394 millioner kroner i første kvartal 2018. Dette tilsvarer 6,7 basispunkter av forvaltet kapital på årsbasis.

ANDRE DRIFTSKOSTNADER I DATTERSELSKAPER

I tillegg til forvaltningskostnadene presentert i tabell 10.2, påløper det også andre driftskostnader i datterselskaper knyttet til løpende vedlikehold, drift og utvikling av bygninger og

leieforhold. Disse kostnadene er ikke kostnader ved å investere i eiendom, men kostnader ved å drifte bygningene etter at de er kjøpt. Derfor er de ikke definert som forvaltningskostnader. Andre driftskostnader blir belastet porteføljeresultatet direkte og er ikke en del av forvaltningsgodtgjøringen. De inngår heller ikke i kostnadene som er oppad begrenset til den øvre kostnadsrammen.

Andre driftskostnader som påløper i ikke-konsoliderte datterselskaper presenteres i resultatregnskapet som *Inntekt/kostnad fra unotert eiendom*, se tabell 6.3 i note 6 *Unotert eiendom* for ytterligere informasjon. Andre driftskostnader som påløper i konsoliderte datterselskaper presenteres i resultatlinjen *Annen inntekt/kostnad*.

Uttalelse vedrørende forenklet revisorkontroll av delårsrapportering

Innledning

Vi har foretatt en forenklet revisorkontroll av regnskapsrapporteringen for investeringsporteføljen til Statens pensjonsfond utland. Datterselskaper av Norges Bank som utelukkende utgjør investeringer som ledd i forvaltningen av investeringsporteføljen inngår i regnskapsrapporteringen. Regnskapsrapporteringen består av balanse per 31. mars 2018, resultatregnskap, oppstilling av endringer i eiers kapital og kontantstrømoppstilling for tremånedersperioden 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 noe som gir oss grunn til å tro at den vedlagte delårsrapporteringen i det alt vesentlige ikke er utarbeidet i samsvar med International Accounting Standard 34 «Interim Financial Reporting» som fastsatt av EU.

Oslo, 25. april 2018

Deloitte AS

Henrik Woxholt
statsautorisert revisor



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