

# Statens pensjonsfond utland

Halvårsrapport

2020

# Hovudtal

# -3,4%

## -188 milliardar kroner

Statens pensjonsfond utland fekk ei avkastning på **-3,4** prosent, eller **-188** milliardar kroner, i første halvår 2020.



Aksjeinvesteringar

-6,8 %



Unoterte  
eigedomsinvesteringar

-1,6 %



Renteinvesteringar

5,1 %

Avkastninga på fondet sine aksjeinvesteringar var på **-6,8** prosent. Investeringar i unotert eigedom fekk ei avkastning på **-1,6** prosent. Avkastninga på renteinvesteringane var **5,1** prosent.

Avkastninga på investeringane var **11** basispunkt lågare enn avkastninga på referanseindeksen som fondet blir målt mot.

# 10 400

**milliardar kroner**

Ved utgangen av første halvår var marknadsværdien av fondet **10 400** milliardar kroner. Fondet var investert med **69,6** prosent i aksjar, **2,8** prosent i unotert eige-dom og **27,6** prosent i rentepapir.



**Aksjeinvesteringar**

**69,6 %**



**Unoterte  
eigedomsinvesteringar**

**2,8 %**



**Renteinvesteringar**

**27,6 %**



# Innhald

---

## 1 |

### Investeringane

Aksjar \_\_\_\_\_ 6

Eigedom \_\_\_\_\_ 8

Renter \_\_\_\_\_ 11

## 2 |

### Forvaltninga

Forvaltninga \_\_\_\_\_ 13

Risiko \_\_\_\_\_ 15

Ansvarleg forvaltning \_\_\_\_\_ 17

## 3 |

### Hovudtal og rekneskap

Hovudtal \_\_\_\_\_ 20

Rekneskapsrapportering \_\_\_\_\_ 22

Notar \_\_\_\_\_ 28

Revisjonsmelding \_\_\_\_\_ 55

# Investeringane

**Avkastninga for fondet sine aksjeinvesteringar var -6,8 prosent. Investeringar i unotert eigedom fekk ei avkastning på -1,6 prosent og renteinvesteringane 5,1 prosent.**

## Aksjar

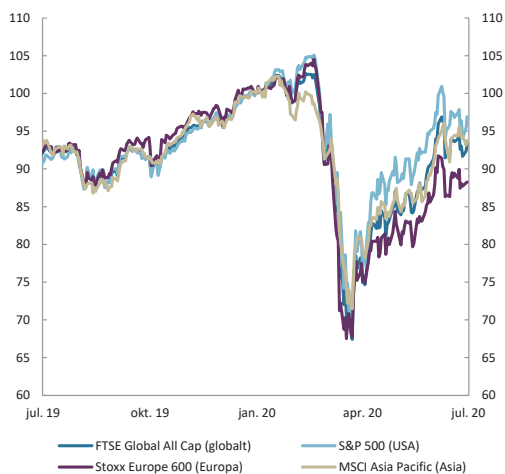
Aksjeinvesteringane, som utgjorde 69,6 prosent av fondet ved utgangen av halvåret, hadde ei avkastning på -6,8 prosent i dei seks første månadene av året. Det var store svingingar i marknaden i denne perioden. Året starta optimistisk, blant anna på grunn av forventingar om god vekst i realøkonomien. Oppgangen i aksjemarknaden enda brått då koronaviruset byrja å spreie seg globalt, og det vart innført strenge nasjonale tiltak verda over for å hindre spreieinga av viruset. Finansmarknadene vart

ramma av ei rekkje likviditetssjokk fordi det oppstod eit stort likviditetsbehov både i realøkonomien og blant investorar. Det kraftige prisfallet i aksjemarknadene vart bremsa av ein massiv penge- og finanspolitisk respons. Dei økonomiske tiltaka verda over førte til at frykta for ei konkursbølge og frys i kredittmarknadene fall, og i kombinasjon med ei gradvis gjenopning av samfunnet i fleire utvikla land, auka optimismen blant investorane att.

## Negativ avkastning i hovudmarknadene

Nordamerikanske aksjar hadde ei avkastning på -2,6 prosent i halvåret og stod for 43,7 prosent av fondet sine aksjeinvesteringar. Avkastninga på aksjar notert i USA var på -2,1 prosent, tilsvarende -3,2 prosent målt i lokal valuta. USA var den største enkeltmarknaden for fondet og stod for 41,7 prosent av aksjeinvesteringane.

**Figur 1** Kursutviklinga i regionale aksjemarknader. Målt i amerikanske dollar, med unntak av Stoxx Europe 600, som er målt i euro. Indeksert totalavkastning 31.12.2019 = 100.



Kjelde: Bloomberg

**Figur 2** Kursutviklinga i ulike aksjesektorar i FTSE Global All Cap-indeksen. Målt i amerikanske dollar. Indeksert totalavkastning 31.12.2019 = 100.



Kjelde: FTSE Russell

Europeiske aksjar hadde ei avkastning på -11,7 i halvåret. Totalt var 31,6 prosent av aksjeinvesteringane til fondet plassert i europeiske selskap. Aksjar noterte i Storbritannia hadde ei avkastning på -24,3 prosent. I lokal valuta var avkastninga -19,8 prosent. Dette er den største europeiske marknaden for fondet. 6,9 prosent av aksjeinvesteringane var plassert her.

Aksjar i Asia og Oseania hadde ei avkastning på -4,6 prosent og utgjorde 23,0 prosent av fondet sine aksjeinvesteringar. Avkastninga for japanske aksjar var på -6,0 prosent, tilsvarande -7,8 prosent målt i lokal valuta. Japanske aksjar utgjorde 8,4 prosent av aksjeinvesteringane.

Aksjar i framveksande marknader hadde ei avkastning på -7,3 prosent i halvåret. Til saman var 11,5 prosent av fondet sine aksje-

investeringar plassert i framveksande marknader. Den kinesiske aksjemarknaden fekk ei avkastning på 7,7 prosent. Totalt var 5,2 prosent av fondet sine aksjeinvesteringar plassert her.

#### Sterkast avkastning for teknologiselskap

Teknologiselskap hadde den sterkaste avkastninga i halvåret, med 14,2 prosent. Stor etterspørsel etter nettbaserte arbeids-, utdannings-, handels- og underhaldningsløysingar, som følgje av koronaviruspandemien, bidrog til den sterke avkastninga.

Helseselskap hadde ei avkastning på 4,8 prosent i halvåret. Etterspørselen etter legemiddel vart ikkje i same grad påverka av koronaviruspandemien som meir sykliske sektorar. I tillegg bidrog helseselskap som tilbyr utstyr og løysingar til å diagnostisere og behandle

**Tabell 1** Avkastninga på fondets aksjeinvesteringar i første halvår 2020. Fordelt etter sektor. Målt i internasjonal valuta. Prosent.

Sektor	Avkastning	Del av aksjebeholdningane <sup>1</sup>
Finans	-20,8	20,3
Teknologi	14,2	17,9
Industri	-7,5	13,0
Helse	4,8	12,9
Konsumvarer	-6,7	11,6
Konsumtenester	-3,5	11,5
Material	-6,5	4,1
Olje og gass	-33,1	3,4
Telekommunikasjon	-5,9	2,8
Kraft- og vassforsyning	-5,0	2,8

<sup>1</sup> Summerer seg ikkje til 100 prosent fordi kontantar og derivat ikkje er inkluderte.

**Tabell 2** Fondets største aksjebeholdningar per 30. juni 2020. Millionar kroner.

Selskap	Land	Behaldning
Microsoft Corp	USA	150 747
Apple Inc	USA	148 820
Amazon.com Inc	USA	121 097
Alphabet Inc	USA	90 310
Nestlé SA	Sveits	82 490
Roche Holding AG	Sveits	66 805
Alibaba Group Holding Ltd	Kina	59 956
Facebook Inc	USA	58 594
Tencent Holdings Ltd	Kina	53 129
Novartis AG	Sveits	46 452

koronaviruspasientar med ei særleg sterk avkastning.

Olje- og gasselskap hadde den svakaste avkastninga i halvåret med ei avkastning på -33,1 prosent. Kraftig fall i oljeprisen i første kvartal som følgje av svak etterspørsel etter olje på grunn av koronaviruspandemien og høgare tilbod av olje frå Saudi Arabia dreiv den svake avkastninga. I tillegg bidrog låge gassprisar og låge raffineringmarginar negativt.

Finansselskap hadde ei avkastning på -20,8 prosent. Bankar hadde ei særleg svak avkastning. Nedstenginga som følgje av koronaviruspandemien førte til resesjon, lågare renter og høgare forventa tap på utlån. I tillegg bidrog for somme kravet frå tilsynsstyresmakter om å droppe eller redusere utbetalingar til aksjonærane negativt.

#### **Enkeltinvesteringar**

Investeringa i teknologiselskapet Amazon.com Inc bidrog mest positivt til avkastninga i halvåret, følgt av investeringane i teknologiselskapa Microsoft Corp og Apple Inc. Enkeltelskapa som

bidrog mest negativt til avkastninga, var oljeselskapet Royal Dutch Shell PLC, følgt av finansselskapa HSBC Holdings PLC og JPMorgan Chase & Co.

Fondet deltok i 65 børsnoteringar i halvåret. Dei største børsnoteringane i marknaden der fondet kjøpte aksjar, var i avfallshandteringsselskapet GFL Environmental, e-handelsselskapet JD.com Inc. og teknologiselskapet Netease Inc. Dei største deltakingane frå fondet i børsnoteringar var i avfallshandteringsselskapet GFL Environmental Inc., helseselskapet PPD Inc. og konsumvareselskapet JDE Peet's B.V.

#### **Avkastning målt i internasjonal valuta**

Fondet investerer i internasjonale verdipapir i utanlandsk valuta. Avkastninga i fondet blir primært målt i internasjonal valuta, det vil seie ei vekta samansetjing av valutaene i referanseindeksane for fondet for aksjar og obligasjonar. Denne samansetjinga kallar ein valutakorga til fondet, og ho bestod av 36 valutaer ved utgangen av første halvår 2020. Om ikkje anna er opplyst i teksten, er resultatmålinga gjort i valutakorga til fondet.



## Eigedom

Dei samla investeringane fondet har i eigedom, utgjorde 4,1 prosent av fondet ved utgangen av første halvår. Avkastninga var -8,7 prosent. I forvaltninga er unoterte og noterte eigedomsinvesteringar forvalta som ein samla strategi for eigedom.

Investeringane i unotert eigedom utgjorde 68,4 prosent av eigedomsinvesteringane og fekk i første halvår ei avkastning på -1,6 prosent. Avkastninga på fondets unoterte eigedomsinvesteringar blir påverka av leigeinntekter, driftskostnader, verdiendringar på eigedom og gjeld, endringar i valutakursar og transaksjonskostnader for kjøp og sal av eigedom. Løpande leigeinntekter fråtrekt driftskostnader bidrog positivt til resultatet med 1,7 prosentpoeng målt

i lokal valuta. Verdiendringar på eigedom og gjeld bidrog med -3,1 prosentpoeng målt i lokal valuta. Valutaendringar hadde ingen påverknad på avkastninga i første halvår.

I mars annonserte fondet at det var signert ein avtale om å kjøpe ein del på 39,9 prosent av ein del av Otemachi Park Building, eit kontorbygg i Tokyo, i samarbeid med ein ny partner, Mitsubishi Estate. Noregs Bank Investment Management betalte 79,7 milliardar JPY, tilsvarande rundt 6,9 milliardar norske kroner, for ein del på 39,9 prosent av den delen av bygget som blir selt.

Børsnotert eigedom utgjorde 31,6 prosent av eigedomsinvesteringane ved utgangen av første halvår og fekk ei avkastning på -22,1 prosent.

**Tabell 3** Verdien av eigedomsinvesteringane per 30. juni 2020. Millionar kroner.

	Verdi <sup>1</sup>
Unoterte eigedomsinvesteringar	295 292
Børsnoterte eigedomsinvesteringar	136 301
<b>Samla eigedomsinvesteringar</b>	<b>431 593</b>

<sup>1</sup> Inkludert bankinnskott og andre fordringar.

**Tabell 4** Avkastning på unoterte eigedomsinvesteringar i første halvår 2020. Prosentpoeng.

	Avkastning
Leigeinntekter	1,7
Verdiendringar	-3,1
Transaksjonskostnader	-0,2
Resultat av valutajusteringar	0,0
<b>Totalt</b>	<b>-1,6</b>

## Renter

Renteinvesteringane utgjorde 27,6 prosent av fondet ved utgangen av første halvår og fekk ei avkastning på 5,1 prosent. Koronavirus-pandemien førte til globale letter i pengepolitikk, med rentekutt og aktiv bruk av sentralbankane sin balanse.

### Lågare rentenivå auka verdien på obligasjonsporteføljen

Statsobligasjonar fekk ei avkastning på 5,2 prosent og utgjorde 50,3 prosent av fondet sine renteinvesteringar ved utgangen av første halvår. Fondet sine tre største beholdningar av statsobligasjonar bestod av obligasjonar utferda av USA, Japan og Tyskland.

Amerikanske statsobligasjonar fekk ei avkastning på 10,8 prosent. I lokal valuta var avkastninga 9,6 prosent. Amerikanske statsobligasjonar stod for 19,5 prosent av rente-

investeringane og var den største beholdninga fondet hadde av statsgjeld frå ein enkeltutferdar. Den amerikanske sentralbanken kutta målområdet for styringsrenta til mellom 0 og 0,25 prosent i mars. I tillegg har han teke i bruk ei rekkje andre pengepolitiske verkemiddel som å involvere bruk av sin eigen balanse for å stimulere økonomien, og bidra til velfungerande obligasjonsmarknader.

Euro-denominerte statsobligasjonar, som utgjorde 11,9 prosent av renteinvesteringane, fekk ei avkastning på 4,0 prosent. I lokal valuta var avkastninga 2,8 prosent. Den viktigaste endringa i pengepolitikken frå den europeiske sentralbanken, har vore eit nytt kjøpsprogram for obligasjonar. Det vart lansert i midten av mars med ein storleik på 750 milliardar euro, og vart i juni auka med ytterlegare 600 milliardar euro, og i tillegg forlenga til å vare til juni 2021.

**Tabell 5** Avkastninga på fondets renteinvesteringar i første halvår 2020. Fordelt etter sektor. Målt i internasjonal valuta. Prosent.

Sektor	Avkastning	Del av renteinvesteringane <sup>1</sup>
Statsobligasjonar <sup>2</sup>	5,2	50,3
Statsrelaterte obligasjonar <sup>2</sup>	3,1	12,6
Realrenteobligasjonar <sup>2</sup>	5,3	6,8
Selskapsobligasjonar	4,7	27,2
Pantesikra obligasjonar	2,6	6,2

<sup>1</sup> Summerer seg ikkje til 100 prosent fordi kontantar og derivat ikkje er inkluderte.

<sup>2</sup> Nasjonale statar utferdar fleire typar obligasjonar, og desse blir grupperte i ulike kategoriar for fondets renteinvesteringar. Obligasjonar som er utferda av eit land i landets eigen valuta, blir klassifiserte som statsobligasjonar. Obligasjonar som er utferda av eit land i eit anna lands valuta, inngår i kategorien statsrelaterte obligasjonar. Realrenteobligasjonar som er utferda av eit land, inngår i kategorien realrenteobligasjonar.

**Tabell 6** Fondets største obligasjonsbeholdningar per 30. juni 2020. Millionar kroner.

Utferdar	Land	Behaldning
Amerikanske stat	USA	667 195
Japanske stat	Japan	188 158
Tyske stat	Tyskland	96 547
Britiske stat	Storbritannia	84 239
Franske stat	Frankrike	78 031
Sørkoreanske stat	Sør-Korea	61 745
Spanske stat	Spania	58 134
Italienske stat	Italia	42 335
Australske stat	Australia	39 066
Canada Mortgage & Housing Corp	Canada	34 517

Japanske statsobligasjonar, som utgjorde 6,3 prosent av renteinvesteringane, fekk ei avkastning på 1,0 prosent. I lokal valuta var avkastninga -0,9 prosent. Den japanske sentralbanken har halde fram med sine kvantitative og kvalitative letter med rentekurve-kontroll utan vesentlege endringar i første halvdel av 2020.

Britiske statsobligasjonar, som utgjorde 2,3 prosent av renteinvesteringane, fekk ei avkastning på 5,7 prosent. I lokal valuta var avkastninga 12,1 prosent. Styringsrenta i Storbritannia er teken ned til 0,1 prosent, og kvantitative letter er tekne i bruk for å stimulere økonomien.

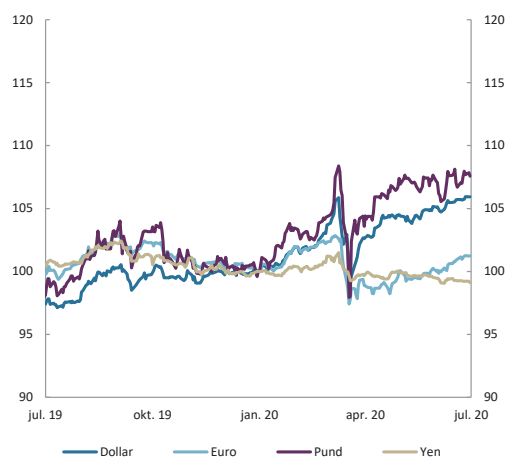
Fondet er også investert i obligasjonar frå statsrelaterte institusjonar som Kreditanstalt für Wiederaufbau, Canada Mortgage & Housing Corp og Province of Ontario. Statsrelaterte obligasjonar hadde ei avkastning på 3,1 prosent og utgjorde 12,6 prosent av renteinvesteringane.

Selskapsobligasjonane fekk ei avkastning på 4,7 prosent og utgjorde 27,2 prosent av fondet sine renteinvesteringar ved utgangen av første halvår. Kredittpremien auka markant i slutten av februar og i mars. Det meste av denne auken vart likevel reversert i 2. kvartal.

Dei pantesikra obligasjonane til fondet, som hovudsakleg bestod av obligasjonar med fortrinnsrett denominert i euro, utgjorde 6,2 prosent av fondet sine renteinvesteringar, og fekk ei avkastning på 2,6 prosent.

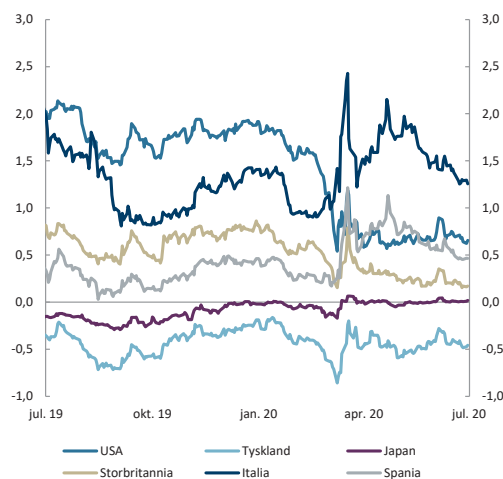
Realrenteobligasjonar fekk ei avkastning på 5,3 prosent og utgjorde 6,8 prosent av fondet sine renteinvesteringar. Avkastninga vart positivt påverka av rentefallet, då desse obligasjonane har lang gjennomsnittleg løpetid. På den andre sida vart avkastninga trekt ned av at marknaden senka anslaget sitt for inflasjonsforventningar i framtida.

**Figur 3** Kursutviklinga for obligasjonar som er utferdta i ulike valutaer. Målt i lokal valuta. Indeksert totalavkastning 31.12.2019 = 100.



Kjelde: Bloomberg Barclays Indices

**Figur 4** Utviklinga i rentene på tiårige statsobligasjonar. Prosent.



Kjelde: Bloomberg

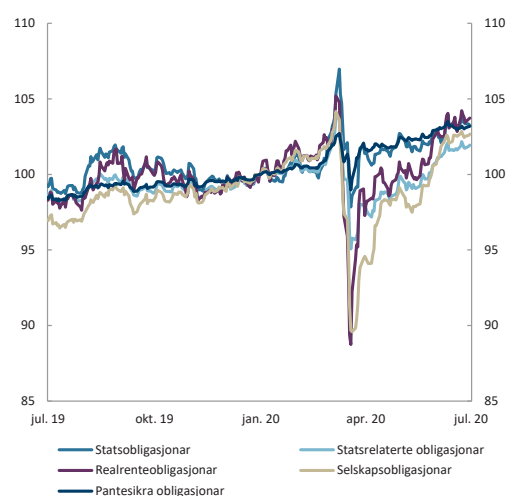
### Endringer i beholdninga av rentepapir

Investeringar i dollar, euro, pund og yen utgjorde 85,6 prosent av renteinvesteringane ved utgangen av første halvår, mot 87,3 prosent ved inngangen til halvåret.

Marknadsverdien av investeringane i rentepapir i framveksande land sine valutaer utgjorde 6,4 prosent av investeringane, mot 8,0 prosent ved utgangen av 2019.

I løpet av første halvår auka marknadsverdien mest i statsobligasjonane fondet har, utferda av Nederland, Sør-Korea og Storbritannia. Statsobligasjonar utferda av Japan, USA og Mexico hadde størst reduksjon i marknadsverdi.

**Figur 5** Kursutviklinga for ulike obligasjonar. Målt i amerikanske dollar. Indeksert totalavkastning 31.12.2019 = 100



Kjelde: Bloomberg Barclays Indices

**Tabell 7** Fondets obligasjonar per 30. juni 2020 fordelt etter kredittvurdering. Prosent.

	AAA	AA	A	BBB	Lågare vurdering	Totalt
Statsobligasjonar	25,6	7,9	9,6	4,7	1,0	48,8
Statsrelaterte obligasjonar	4,7	5,0	1,9	0,5	0,0	12,2
Realrenteobligasjonar	4,6	1,3	0,3	0,4	0,0	6,6
Selskapsobligasjonar	0,2	1,7	11,2	12,9	0,4	26,4
Pantelik obligasjonar	5,0	0,9	0,1	0,0	0,0	6,0
<b>Totalt</b>	<b>40,1</b>	<b>16,8</b>	<b>23,0</b>	<b>18,6</b>	<b>1,5</b>	<b>100,0</b>

# Forvaltninga

**Vi søker å utnytte det langsiktige perspektivet og den monalege storleiken fondet har for å skape høg avkastning og sikre verdier for framtidige generasjonar.**

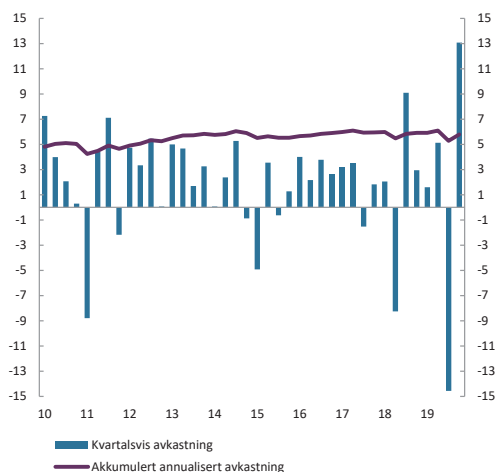
Avkastninga på fondet blir målt mot ein referanseindeks som er fastsett av Finansdepartementet og består av ein delindeks for aksjar og ein delindeks for obligasjonar. Referanseindeksen fungerer som ei overordna ramme for marknads- og valutarisiko i forvaltninga og som ein målestokk mot marknadsindeksar og avkastninga av fondet. For aksjar tek indeksen utgangspunkt i den globale All Cap-indeksen frå FTSE Russell. For obligasjonar er indeksar frå Bloomberg Barclays Indices utgangspunktet.

I første halvår var avkastninga av fondet 0,11 prosentpoeng lågare enn avkastninga på referanseindeksen frå Finansdepartementet.

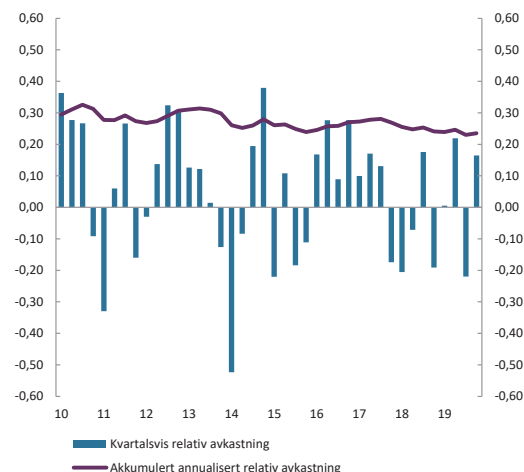
Fondet investerer i børsnoterte aksjar, obligasjonar og unotert eigedom. Når vi kjøper eigedom, sel vi obligasjonar og aksjar i eit forhold som held valutarisikoen uendra. Det blir sett eigne referanseindeksar for aksje- og renteforvaltninga som er justert for obligasjonar og aksjar som er selde for å finansiere eigedomsforvaltninga. Dette gjer ei heilskapleg risikostyring av fondet mogleg. I forvaltninga er unoterte og noterte eigedomsinvesteringar forvalta som ein samla strategi for eigedom.

Den relative avkastninga blir broten ned på forvaltningsområda aksje-, rente- og eigedomsforvaltning og på ein allokeringseffekt mellom desse.

**Figur 6** Kvartalsvis avkastning og akkumulert annualisert avkastning på fondet. Prosent.



**Figur 7** Kvartalsvis relativ avkastning og akkumulert annualisert relativ avkastning på fondet. Berekna på aggregerte aksje- og renteinvesteringar fram til og med 2016. Prosentpoeng.



Aksjeforvaltninga bidrog med 0,16 prosentpoeng til den relative avkastninga av fondet i første halvår. Investeringane innanfor sektorane finans og helse bidrog mest positivt til meiravkastninga i halvåret, medan konsumtenester bidrog mest negativt. Fordelt på land var det aksjeinvesteringar i USA og Kina som bidrog mest til det positive relative resultatet, medan franske aksjar bidrog mest negativt. Ein høgare del i aksjeforvaltninga i verdiselskap i forhold til referanseindeksen bidrog negativt til den relative avkastninga.

Renteforvaltninga bidrog med 0,14 prosentpoeng til den relative avkastninga av fondet. Undervekta fondet har i selskapsobligasjonar bidrog positivt til den relative avkastninga av forvaltninga i første halvår.

Eigedomsforvaltninga bidrog med -0,42 prosentpoeng til den relative avkastninga av fondet, målt mot aksjane og obligasjonane som utgjør finansieringa til eigedomsforvaltninga. Dei noterte og unoterte eigedomsinvesteringane bidrog begge negativt til den relative avkastninga av forvaltninga i første halvår.

Det relative resultatet kan også påverkast av ein allokeringseffekt mellom forvaltningsområda. I første halvår var bidraget frå denne effekten 0,01 prosentpoeng.

Den relative avkastninga av fondet kan også brytast ned på aktivaklassar, der børsnoterte eigedomsinvesteringar er inkluderte i aksjeinvesteringane og investeringane i unotert eigedom blir målt mot referanseindeksen frå Finansdepartementet. Brote ned på denne måten bidrog aksjeinvesteringane med -0,06 prosentpoeng, renteinvesteringane med 0,10 prosentpoeng og dei unoterte eigedomsinvesteringane med 0,03 prosentpoeng til den relative avkastninga av fondet. Allokeringseffekten mellom aktivaklassane var -0,18 prosentpoeng.

**Tabell 8** Bidrag frå forvaltninga til den relative avkastninga på fondet i første halvår 2020. Prosentpoeng.

	Totalt
Aksjeforvaltninga	0,16
Renteforvaltninga	0,14
Eigedomsforvaltninga	-0,42
Allokering	0,01
<b>Totalt</b>	<b>-0,11</b>

## Risiko

Samansetjinga av investeringane og svingingar i aksjekursar, valutakursar, rentenivå, kredittrisiko-påslag og eigedomsverdiar avgjer marknadsrisikoen i fondet. Det finst ingen enkeltmål eller analysar som fullt ut kan skildre marknadsrisikoen i fondet. Vi bruker derfor ulike måltal og risikoanalysar, som forventa volatilitet, faktor-eksponering, konsentrasjonsanalyse og likviditetsrisiko, for å få eit breiast mogleg bilete av marknadsrisikoen i fondet.

Forventa absolutt volatilitet for fondet, berekna ved det statistiske målet standardavvik, bruker tre års prishistorikk for å anslå kor mykje den årlege avkastninga på fondsinvesteringane normalt kan forventast å svinge. Ved utgangen av første halvår var den forventa absolutte volatiliteten til fondet på 9,8 prosent, eller om

lag 1 020 milliardar kroner, mot 7,7 prosent ved inngangen til halvåret.

Vi investerer i eigedom for å skape ein betre diversifisert portefølje. Vi forventar at eigedomsinvesteringane vil ha ein annan avkastningsprofil enn aksjar og obligasjonar både på kort og på lengre sikt. Den relative risikoen dette inneber, vil gje seg utslag i berekningane av forventa relativ volatilitet i forvaltninga. Sidan det ikkje finst daglege prisar for eigedomsinvesteringane våre, nyttar vi ein modell levert av MSCI for å berekne risikoen for fondet sine unoterte eigedomsinvesteringar.

Finansdepartementet og hovudstyret i Noregs Bank har fastsett grenser for kor store avvik frå referanseindeksen fondet kan ha. Éi av grensene er forventa relativ volatilitet, som legg ei

**Tabell 9** Risiko og eksponering for fondet.

	Grenser fastsette av Finansdepartementet	30.06.2020
Allokering	Aksjeporteføljen 60–80 prosent av fondet <sup>1</sup>	69,5
	Unotert eigedom inntil 7 prosent av fondet	2,8
	Obligasjonsporteføljen 20–40 prosent av fondet <sup>1</sup>	28,3
	Unotert infrastruktur inntil 2 prosent av fondet	0,0
Marknadsrisiko	1,25 prosentpoeng forventa relativ volatilitet for fondet sine investeringar	0,6
Kredittrisiko	Inntil 5 prosent av renteinvesteringane kan ha lågare kredittvurdering enn kategori BBB-	1,5
Framveksande marknad	Inntil 5 prosent av renteinvesteringane kan vere investert i framveksande marknad <sup>2</sup>	8,5
Eigardel	Maksimalt 10 prosent av aksjar det er stemmerett for i eit børsnotert selskap i aksjeporteføljen <sup>3</sup>	9,6

<sup>1</sup> Derivat er avbilda med den underliggjande økonomiske eksponeringa.

<sup>2</sup> Finansdepartementet har vedteke ein utfasingsplan for obligasjonar utferda av statar og selskap heimehøyrande i framveksande marknader frå den strategiske referanseindeksen. Ramma om at slike obligasjonar kan utgjere inntil 5 prosent av obligasjonsporteføljen kan fråvikast inntil utfasinga er gjennomført.

<sup>3</sup> Eigarskap i noterte og unoterte eigedomsselskap er unnateke frå dette.

avgrønsing på kor mykje avkastninga på investeringane kan forventast å avvike frå avkastninga på referanseindeksen for fondet. Alle fondet sine investeringar, også noterte eigedomsinvesteringar, er inkluderte i berekninga av forventa relativ volatilitet og blir målt mot referanseindeksen for fondet, som består av globale aksje- og obligasjonsindeksar. Grensa for forventa relativ volatilitet for fondet er 1,25 prosentpoeng. Ved utgangen av første halvår var den forventa relative volatiliteten i fondet 0,58 prosentpoeng.

Hovudstyret i Noregs Bank har sett ei grense for forventa ekstremavviksrisiko mellom avkastninga på fondet og tilhørande referanseindeks. Forvaltninga skal leggast opp slik at forventa negativ relativ avkastning i ekstreme situasjonar ikkje skal overstige 3,75

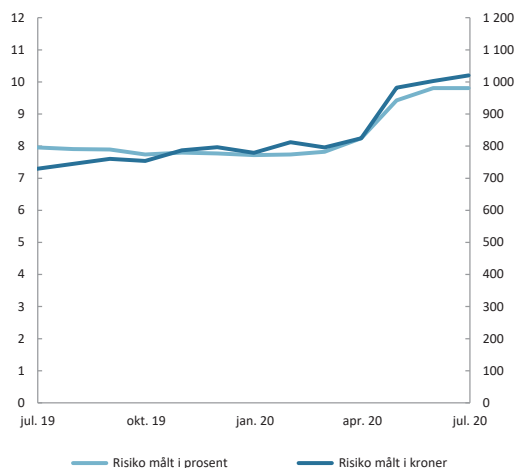
prosentpoeng. Ved utgangen av første halvår var ekstremavviksrisikoen på 1,84 prosentpoeng.

### Operasjonell risikostyring

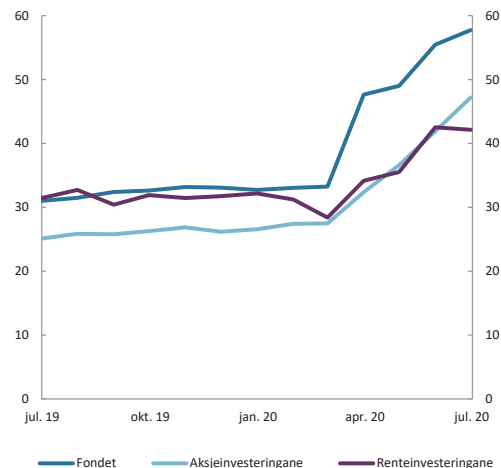
Hovudstyret i Noregs Bank fastset rammene for operasjonell risikostyring og internkontroll i Noregs Bank Investment Management. Hovudstyret har bestemt at det i løpet av ein tolv månaders periode skal vere mindre enn 20 prosent sannsyn for at operasjonelle risikofaktorar vil føre til ein finansiell effekt på 750 millionar kroner eller meir. Denne grensa blir kalla styrets risikotoleranse.

Vi anslår kvart kvartal kor store tap eller vinstar vi vil kunne få på eitt års sikt som følgje av uønskte operasjonelle hendingar i og rundt forvaltninga. Anslaget er basert på hendingar som har inntreft og ei vurdering av framtidig

**Figur 8** Forventa absolutt volatilitet for fondet. Prosent (venstre akse) og milliardar kroner (høgre akse).



**Figur 9** Forventa relativ volatilitet for fondet. Basispunkt.





risiko og representerer den berekna operasjonelle risikoeksponeringa fondet tek. I første halvår var den estimerte operasjonelle risikoeksponeringa innanfor styret sin risikotoleranse. Det vart registrert 111 uønskte operasjonelle hendingar. Samla sett gav hendingane ein estimert finansiell effekt på rundt 30,3 millionar kroner.

Finansdepartementet har fastsett reglar for forvaltninga av fondet. Departementet skal orienterast ved vesentlege brot på spesifiserte rammer. Det vart ikkje avdekt nokon slike brot i løpet av halvåret. Vi fekk i same periode heller ikkje noko varsel om vesentlege brot på marknadsreguleringar eller anna generell lovgjeving frå lokale tilsynsstyresmakter.

### Ansvarleg forvaltning

Ansvarleg forvaltning står målsetnaden med fondet på to måtar. For det første søkjer vi å fremje langsiktig økonomisk utvikling i investeringane våre. For det andre søkjer vi å redusere den finansielle risikoen forbunden med den miljømessige og sosiale åtferda til selskap vi er investerte i. Derfor vurderer vi forhold knytte til selskapsstyring og berekraft som kan ha innverknad på fondsavkastninga over tid. Vi integrerer desse problemstillingane i arbeidet vårt med prinsipp og standardar, i det langsiktige eigarskapet og i investeringsverksemda vår.

### Setje prinsipp

Vi deltok i ni offentlege høyringar som handla om ansvarleg forvaltning i første halvdel av året.

Som investor er vi avhengige av relevant, tidsriktig og nøyaktig informasjon om selskapa vi er investerte i. Vi ønskjer å forstå dei miljømessige og sosiale forholda som kan påverke lønsemda i selskapa på sikt, og korleis dei handterer relevante risikoar og moglegheiter. Vi delte vårt syn på berekraftsrapporteringa frå selskapa då vi svarte på to høyringar frå EU-kommisjonen om den komande revideringa av EU-direktivet for ikkje-finansiell rapportering. Vi gav også innspel til den nederlandske investeringsforeininga Eumedion og til den tyske komiteen for berekraftig finans. Vidare gav vi innspel til OECD om selskap si land-for-land skatterapportering.

For å utøve eigarrettane våre må vi kunne stemme på selskapsmøte i alle marknader. Nokre gonger møter vi likevel på hinder anten grunna manuelle prosessar, mangel på standardisering og avvikande reglar. Vi tok opp desse problemstillingane med EU-kommisjonen som ein respons til EUs høgnivåforum sin avsluttande rapport om kapitalmarknadsunion. Vidare delte vi vårt syn på vern av minoritetsaksjonærar sine rettar med børsen i Hong Kong då vi kommenterte på eit forslag om å tillate vekta stemmerettar for aksjar som er eigde av selskap.

Noregs Bank Investment Management signerte PRI (Principles for Responsible Investment) ved opprettinga og stør dei seks prinsippa for ansvarleg forvaltning. I februar 2020 gav vi tilbakemeldingar til PRI om forslaget deira til revidert rammeverk for medlemsrapportering om aktivitetar innan ansvarleg forvaltning.

I mai publiserte vi fire posisjonsnotat der vi klargjorde vårt syn på eit uavhengig styre, fleire aksjeklassar, aksjonærar sine rettar ved aksjeutferdingar og transaksjonar med nærstående. Desse vil vere førande for stemmegjevinga vår på generalforsamlingar og gje openheit om vedtaka våre.

I tillegg har vi publisert tre forvaltarperspektiv for å framheve problemstillingar som er viktige for oss som ein langsiktig investor. Eitt handlar om prosessen for stemmegjeving, der vi vurderer kva som kjenneteiknar effektive stemmegjevingsprosessar. Vi kommenterer også kva utferdarselskap, investorar, tenesteleverandørar i industrien og styresmakter kan gjere for å bidra til å skape ein effektiv prosess for stemmegjeving, frå aksjonæren til den enkelte generalforsamlinga. Eit anna handlar om berekraftsrapportering frå selskapa, der vi ber styra om å sikre at selskapa jamleg rapporterer relevant, kvantitativ og samanliknbar informasjon om miljømessige og sosiale forhold. Vi la fram eit posisjonsnotat om det same temaet. Det tredje forvaltarperspektivet handlar om aksjonærforslag om berekraft, der vi tilrår å vurdere forslaga med utgangspunkt i materialitet, graden av detaljstyring og ei nøye overveging av kontekst selskapet står i.

### Utøving av eigarrettar

Stemmegjeving er eit av dei viktigaste verktøya vi har for å utøve eigarrettane våre. Vi stemte ved 8 364 møte i første halvdel av 2020, og på totalt 92 933 forslag. Første halvår er høgsesong for stemmegjeving. Meir enn to tredjedelar av selskapa sine årsmøte finn stad i perioden frå april til juni.

I mai auka vi openheita om korleis vi utøver eigarrettane våre ytterlegare gjennom å gje ei grunngjeving for alle stemmer mot tilrådinga frå styret. I dei fleste tilfelle vil vi støtte forslaget frå styret. Når vi likevel stemmer mot styret, gjev vi no ei prinsipiell grunngjeving for stemmegjevinga vår. Vi publiserer grunngjevinga i stemmeløysinga vår éin dag etter generalforsamlinga.

For å klargjere standpunktet vårt i prinsipielle saker hender det vi publiserer stemmeintensjonane våre i framkant av generalforsamlinga i eit selskap. I mai annonserte vi på førehand at vi ville stø Barclays klimaplan. Vi gav støtte til ambisjonen frå leiinga om at Barclays skal bli ein bank med netto nullutslepp innan 2050, og at selskapet skal utarbeide ein plan for å tilpasse dei finansielle tenestene sine til måla og tidsrammene i Parisavtalen, og rapportere årleg om framdrifta i lys av denne planen. Vi forventar at alle selskap i vår portefølje er opne om den strategien dei har for å berekne, rapportere og redusere klimagassutslepp i drifta og verdikjeda.

Vi hadde 1 516 møte med selskap i første halvår. På 54,3 prosent av desse møta tok vi opp tema om selskapsstyring og berekraft. Spørsmål gjaldt som oftast klimaendringar, styresamansetjing og leiarløner.

### Observasjon og utelukkingar

Noregs Bank offentliggjorde vedtak om å utelukke tolv selskap frå Statens pensjonsfond utland i første halvår, og oppheva utelukka av tre selskap. Noregs Bank sette ytterlegare fire selskap til observasjon under det produktbaserte kolkriteriet.

Selskapa Canadian Natural Resources Limited, Cenovus Energy Inc, Suncor Energy Inc og Imperial Oil Limited vart utelukka etter ei vurdering opp mot det åtferdsbaserte klimakriteriet. I tillegg vart selskapa ElSewedy Electric Co og Vale SA utelukka etter ei vurdering av risikoen for medverknad til alvorleg miljøskade, og Centrais Eletricas Brasileiras SA (Eletrobras) på grunn av uakseptabel risiko for at selskapet medverkar til grove eller systematiske brot på menneskerettane. Noregs Bank vedtok vidare å utelukke fem selskap og setje fire selskap på observasjonslista etter ei vurdering opp mot kolkriteriet. Selskapa Sasol Ltd, RWE AG, Glencore PLC, AGL Energy Ltd og Anglo American PLC vart utelukka, medan selskapa BHP Group Ltd/BHP Group Plc, Vistra Energy Corp, Enel SpA og Uniper SE vart lagde til observasjonslista.

Noregs Bank har vedteke å oppheve utelukka av AECOM, Texwinca Holdings Ltd og Drax Group Plc. Det vil seie at fondet no kan investere i desse selskapa. Der det er aktuelt, fastset Finansdepartementet datoar for når selskapa sine verdipapir på nytt inngår i referanseindeksen for fondet. Om og når kjøp av desse verdipapira skjer, er opp til Noregs Bank.

# Hovudtal

**Tabell 10** Avkastning målt i fondets valutakorg. Prosent.

	Første halvår 2020	2. kv 2020	1. kv. 2020	4. kv. 2019	3. kv. 2019
Aksjeinvesteringar	-6,75	18,14	-21,07	7,67	1,27
Unoterte eigedomsinvesteringar	-1,63	-2,00	0,38	2,59	1,56
Renteinvesteringar	5,14	3,78	1,31	-0,90	2,36
Avkastning på fondet	-3,40	13,08	-14,57	5,12	1,59
Relativ avkastning på fondet (prosentpoeng)	-0,11	0,16	-0,22	0,22	0,01
Forvaltningskostnader	0,03	0,01	0,01	0,01	0,01
Avkastning på fondet etter forvaltningskostnader	-3,42	13,07	-14,58	5,11	1,58



**Tabell 11** Historiske nøkkeltal per 30. juni 2020. Annualiserte tal målt i fondets valutakorg.

	Sidan 01.01.1998	Siste 15 år	Siste 10 år	Siste 5 år	Siste 12 måneder
<b>Avkastning på fondet (prosent)</b>	<b>5,79</b>	<b>5,88</b>	<b>7,64</b>	<b>5,41</b>	<b>3,17</b>
Årleg prisvekst (prosent)	1,73	1,77	1,60	1,36	0,50
Årlege forvaltningskostnader (prosent)	0,08	0,08	0,06	0,05	0,05
Netto realavkastning på fondet (prosent)	3,90	3,96	5,88	3,95	2,60
Faktisk standardavvik for fondet (prosent)	7,89	8,84	8,10	9,27	14,76
Relativ avkastning på fondet (prosentpoeng) <sup>1</sup>	0,24	0,12	0,19	0,08	0,11
Faktisk relativ volatilitet for fondet (prosentpoeng) <sup>1</sup>	0,66	0,77	0,36	0,33	0,36
Informasjonsrate (IR) <sup>1,2</sup> for fondet	0,38	0,20	0,53	0,27	0,39

<sup>1</sup> Beregna på aggregerte aksje- og renteinvesteringar fram til og med 2016.

<sup>2</sup> IR er forholdstalet mellom den gjennomsnittlege månadlege relative avkastninga på fondet og den faktiske relative volatiliteten i fondet. IR viser den relative avkastninga per relative risikoeining.

Tabell 12 Nøkkeltal. Milliardar kroner.

	Første halvår 2020	2. kv 2020	1. kv. 2020	4. kv. 2019	3. kv. 2019
<b>Marknadsverdi</b>					
Aksjeinvesteringar	7 234	7 234	6 559	7 145	6 729
Unoterte eigedomsinvesteringar	295	295	321	273	268
Renteinvesteringar	2 871	2 871	3 119	2 670	2 744
Marknadsverdien til fondet <sup>1</sup>	10 400	10 400	9 998	10 088	9 742
Påkommen, ikkje betalt, forvaltningsgodtgjersle <sup>1</sup>	-3	-3	-1	-4	-3
Eigars kapital <sup>1</sup>	10 398	10 398	9 997	10 084	9 739
Tilførsel/uttak av kapital <sup>2</sup>	-167	-105	-62	10	-5
Utbetalt forvaltningsgodtgjersle <sup>2</sup>	-4	0	-4	0	0
Avkastning av fondet	-188	1 162	-1 350	461	236
Endring som følgje av svingingar i kronekursen	672	-655	1 327	-124	349
<b>Endring i marknadsverdien</b>	<b>312</b>	<b>402</b>	<b>-90</b>	<b>346</b>	<b>580</b>
<b>Verdiutvikling f.o.m. første tilførsel i 1996</b>					
Samla tilførsel av kapital <sup>3</sup>	3 220	3 220	3 323	3 389	3 378
Avkastning av aksjeinvesteringar	3 685	3 685	2 615	4 023	3 546
Avkastning av unoterte eigedomsinvesteringar	81	81	85	85	80
Avkastning av renteinvesteringar	1 403	1 403	1 307	1 249	1 270
Samla forvaltningsgodtgjersle <sup>4</sup>	-51	-51	-50	-48	-47
Endring som følgje av svingingar i kronekursen	2 062	2 062	2 717	1 390	1 514
<b>Marknadsverdien til fondet</b>	<b>10 400</b>	<b>10 400</b>	<b>9 998</b>	<b>10 088</b>	<b>9 742</b>
<b>Samla avkastning</b>	<b>5 170</b>	<b>5 170</b>	<b>4 008</b>	<b>5 358</b>	<b>4 897</b>
<b>Samla avkastning etter forvaltningskostnader</b>	<b>5 119</b>	<b>5 119</b>	<b>3 958</b>	<b>5 309</b>	<b>4 849</b>

<sup>1</sup> Marknadsverdien til fondet er presentert i tabellen før påkommen forvaltningsgodtgjersle. Eigars kapital i rekneskapen er lik marknadsverdien til fondet fråtrekt påkommen, ikkje betalt, forvaltningsgodtgjersle.

<sup>2</sup> Utbetalt forvaltningsgodtgjersle er spesifisert på eiga linje, og ikkje inkludert under Tilførsel/uttak av kapital.

<sup>3</sup> Samla tilførsel av kapital er presentert i tabellen justert for påkommen, ikkje betalt, forvaltningsgodtgjersle.

<sup>4</sup> Forvaltningskostnader i dotterselskap, jf. Tabell 10.2 i rekneskapen, er ikkje ein del av forvaltningsgodtgjersla. Desse er alt trekte frå i samla avkastning, dvs. i avkastning før forvaltningsgodtgjersle.

# Regnskaps- rapportering

---

## REGNSKAP

### Sammendrett delårsrapportering

Resultatregnskap _____	23
Balanse _____	24
Kontantstrømoppstilling _____	25
Oppstilling av endringer i eiers kapital ____	26

## NOTER

### Noter til sammendrett delårsrapportering

Note 1	Generell informasjon _____	28
Note 2	Regnskapsprinsipper _____	29
Note 3	Avkastning _____	30
Note 4	Inntekt/kostnad fra aksjer, obligasjoner og finansielle derivater _____	31
Note 5	Beholdninger av aksjer, obligasjoner og finansielle derivater _____	32
Note 6	Unotert eiendom _____	34
Note 7	Måling til virkelig verdi _____	38
Note 8	Investeringsrisiko _____	45
Note 9	Gevinst/tap valuta _____	51
Note 10	Forvaltningskostnader _____	52

## REVISOR

Revisors uttalelse _____	56
--------------------------	----

## Resultatregnskap

Beløp i millioner kroner	Note	1. halvår 2020	1. halvår 2019	2019
<b>Resultat fra porteføljen før gevinst/tap valuta</b>				
Inntekt/kostnad fra:				
- Aksjer	4	-334 606	844 801	1 486 909
- Obligasjoner	4	155 947	144 959	192 820
- Unotert eiendom	6	-4 409	6 862	16 175
- Finansielle derivater	4	-4 239	807	353
- Utlån med sikkerhetsstillelse		2 236	2 112	4 529
- Innlån med sikkerhetsstillelse		-700	-635	-1 926
Skattekostnad		-2 244	-4 321	-6 827
Renteinntekt/kostnad		34	38	77
Annen inntekt/kostnad		-5	-	-8
<b>Porteføljeresultat før gevinst/tap valuta</b>		<b>-187 986</b>	<b>994 622</b>	<b>1 692 103</b>
Gevinst/tap valuta	9	672 144	-97 884	126 679
<b>Porteføljeresultat</b>		<b>484 158</b>	<b>896 738</b>	<b>1 818 782</b>
Forvaltningsgodtgjøring	10	-2 733	-2 099	-4 312
<b>Resultat og totalresultat</b>		<b>481 424</b>	<b>894 639</b>	<b>1 814 470</b>

## Balanse

Beløp i millioner kroner	Note	30.06.2020	31.12.2019
<b>Eiendeler</b>			
Innskudd i banker		11 170	14 476
Utlån med sikkerhetsstillelse		154 887	222 946
Avgitt kontantsikkerhet		2 355	1 090
Uoppgjorte handler		55 352	3 169
Aksjer	5	6 781 540	6 714 195
Utlånte aksjer	5	472 309	426 623
Obligasjoner	5	2 715 143	2 316 823
Utlånte obligasjoner	5	243 203	479 852
Finansielle derivater	5	4 063	3 335
Unotert eiendom	6	294 309	264 538
Andre eiendeler		5 851	3 737
<b>Sum eiendeler</b>		<b>10 740 183</b>	<b>10 450 786</b>
<b>Gjeld og eiers kapital</b>			
Innlån med sikkerhetsstillelse		256 302	338 266
Mottatt kontantsikkerhet		7 996	6 754
Uoppgjorte handler		68 091	13 894
Finansielle derivater	5	5 101	3 294
Annen gjeld		2 235	495
Skyldig forvaltningsgodtgjøring	10	2 733	4 312
<b>Sum gjeld</b>		<b>342 457</b>	<b>367 015</b>
Eiers kapital		10 397 725	10 083 771
<b>Sum gjeld og eiers kapital</b>		<b>10 740 183</b>	<b>10 450 786</b>



## Kontantstrømoppstilling

Beløp i millioner kroner, innbetaling (+) / utbetaling (-)	Note	1. halvår 2020	1. halvår 2019	2019
<b>Operasjonelle aktiviteter</b>				
Innbetaling av utbytte fra aksjer		88 644	98 879	172 591
Innbetaling av renter fra obligasjoner		36 413	34 500	67 751
Innbetaling av renter og utbytte fra unotert eiendom	6	4 818	1 978	5 865
Netto innbetaling av renter og honorar fra utlån og innlån med sikkerhetsstillelse		1 270	1 363	2 711
<i>Innbetalinger av utbytte, renter og honorar fra beholdninger i aksjer, obligasjoner og unotert eiendom</i>		<i>131 146</i>	<i>136 720</i>	<i>248 918</i>
Netto kontantstrøm ved kjøp og salg av aksjer		-116 004	-172 432	-256 760
Netto kontantstrøm ved kjøp og salg av obligasjoner		193 720	121 121	23 993
Netto kontantstrøm til/fra investeringer i unotert eiendom	6	-16 954	-1 334	-5 300
Netto kontantstrøm finansielle derivater		1 602	-1 169	-357
Netto kontantstrøm kontantsikkerhet ved derivattransaksjoner		-523	2 619	3 556
Netto kontantstrøm utlån og innlån med sikkerhetsstillelse		-23 936	-87 263	-18 907
Netto utbetaling av skatt		-5 964	-6 963	-6 648
Netto kontantstrøm knyttet til renter på innskudd i banker og kassekreditt		11	24	44
Netto kontantstrøm knyttet til annen inntekt/kostnad, andre eiendeler og annen gjeld		176	-72	22
Utbetaling forvaltningsgodtgjøring til Norges Bank <sup>1</sup>	10	-4 312	-4 544	-4 544
<b>Netto innbetaling/utbetaling fra operasjonelle aktiviteter</b>		<b>158 961</b>	<b>-13 294</b>	<b>-15 983</b>
<b>Finansieringsaktiviteter</b>				
Tilførsel fra den norske stat <sup>2</sup>		1 459	14 282	32 051
Uttak fra den norske stat <sup>2</sup>		-165 626	-	-14 400
<b>Netto innbetaling/utbetaling fra finansieringsaktiviteter</b>		<b>-164 168</b>	<b>14 282</b>	<b>17 651</b>
<b>Netto endring innskudd i banker</b>				
Innskudd i banker per 1. januar		14 476	11 561	11 561
Netto økning/reduksjon av kontanter i perioden		-5 206	987	1 668
Netto gevinst/tap valuta på kontanter		1 901	-225	1 246
<b>Innskudd i banker per periodens slutt</b>		<b>11 170</b>	<b>12 323</b>	<b>14 476</b>

<sup>1</sup> Forvaltningsgodtgjøringen som fremkommer i *Kontantstrømoppstillingen* for en periode er oppgjør av godtgjøring påløpt og resultatført i forrige år.

<sup>2</sup> Tilførsel/uttak inkluderer her kun de overføringene som er gjort opp i perioden. 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 2019	3 366 340	4 885 061	8 251 401
Resultat og totalresultat	-	894 639	894 639
Tilførsel i perioden <sup>1</sup>	13 500	-	13 500
<b>30. juni 2019</b>	<b>3 379 840</b>	<b>5 779 700</b>	<b>9 159 540</b>
1. juli 2019	3 379 840	5 779 700	9 159 540
Resultat og totalresultat	-	919 831	919 831
Tilførsel i perioden	18 800	-	18 800
Uttak i perioden	-14 400	-	-14 400
<b>31. desember 2019</b>	<b>3 384 240</b>	<b>6 699 531</b>	<b>10 083 771</b>
1. januar 2020	3 384 240	6 699 531	10 083 771
Resultat og totalresultat	-	481 424	481 424
Tilførsel i perioden <sup>1</sup>	330	-	330
Uttak i perioden <sup>1</sup>	-167 800	-	-167 800
<b>30. juni 2020</b>	<b>3 216 770</b>	<b>7 180 955</b>	<b>10 397 725</b>

<sup>1</sup> I første halvår 2020 ble 0,3 milliarder kroner tilført kronekontoen, mens 172,1 milliarder kroner ble trukket fra den. Av dette ble 4,3 milliarder kroner benyttet til å betale skyldig forvaltningsgodtgjøring for 2019. I første halvår 2019 ble 13,5 milliarder kroner tilført kronekontoen. Av dette ble 4,5 milliarder kroner benyttet til å betale skyldig forvaltningsgodtgjøring for 2018 og 9,0 milliarder kroner ble overført til investeringsporteføljen.

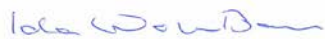
Norges Banks hovedstyre  
Oslo, 12. august 2020



Øystein Olsen  
leder av hovedstyret



Jon Nicolaisen  
første nestleder for hovedstyret



Ida Wolden Bache  
andre nestleder for hovedstyret



Kristine Ryssdal  
styremedlem



Arne Hyttnes  
styremedlem



Karen Helene Ulltveit-Moe  
styremedlem



Hans Aasnæs  
styremedlem



Nina Udnes Tronstad  
styremedlem

Norges Bank Investment Management



Yngve Slyngstad  
Leder for Norges Bank Investment Management

# Noter til regnskapsrapportering

## Note 1 Generell informasjon

### Innledning

Norges Bank er landets sentralbank. Banken er et eget rettssubjekt og eies av staten. Norges Bank forvalter Statens pensjonsfond utland (SPU) på vegne av Finansdepartementet i henhold til lov om Statens pensjonsfond § 3 annet ledd og mandat for forvaltning av Statens pensjonsfond utland (*forvaltningsmandatet*), fastsatt av Finansdepartementet.

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. Hovedstyret i Norges Bank har delegert gjennomføringen av forvaltningsoppdraget til Norges Bank Investment Management (NBIM).

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

I henhold til forvaltningsmandatet 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*.

### Godkjenning av delårsregnskapet

Delårsregnskapet til Norges Bank for første halvår 2020, som kun omfatter regnskapsrapporteringen for SPU, ble godkjent av hovedstyret 12. august 2020.

## Note 2 Regnskapsprinsipper

### Grunnlag for utarbeidelse av delårsregnskapet

*Bestemmelser om årsregnskap mv. for Norges Bank (bestemmelsene)*, som er fastsatt av Finansdepartementet, angir at regnskapsrapporteringen for SPU skal utarbeides i samsvar med International Financial Reporting Standards (IFRS) som fastsatt av EU.

Det sammendratte delårsregnskapet for første halvår 2020 er utarbeidet i samsvar med IAS 34 *Delårsrapportering*, med de tillegg og unntak som følger av bestemmelsene. Delårsregnskapet er presentert i norske kroner og avrundet til nærmeste million. Avrundingsdifferanser kan forekomme.

Delårsregnskapet er utarbeidet basert på de samme regnskapsprinsippene og beregningsmetodene som ble benyttet og opplyst om i årsrapporten for 2019. Fordi et sammendratte delårsregnskap ikke inneholder all informasjon og tilleggsopplysninger som må gis i et årsregnskap, bør det leses i sammenheng med årsrapporten for 2019.

### Vesentlige estimater og skjønnsmessige vurderinger

Utarbeidelsen av delårsregnskapet innebærer bruk av usikre estimater og forutsetninger knyttet til fremtidige hendelser som påvirker regnskapsførte beløp for eiendeler, forpliktelser, inntekter og kostnader. Estimater fastsettes basert på tidligere erfaringer og reflekterer ledelsens forventninger om fremtidige hendelser. Faktiske utfall kan avvike fra estimatene. Utarbeidelsen av delårsregnskapet innebærer også skjønnsmessige vurderinger i forbindelse med anvendelsen av regnskapsprinsipper, som kan ha betydelig innvirkning på regnskapet.

I tilfeller hvor det foreligger spesielt usikre estimater eller skjønnsmessige vurderinger, er dette omtalt i de respektive notene. Den pågående Covid-19 pandemien skaper økt usikkerhet knyttet til estimat for virkelig verdi av uotert eiendom og relaterte sensitiviteter. Dette omtales i note 7 *Måling til virkelig verdi*. For ytterligere informasjon vises det til de relevante notene i årsrapporten for 2019.

## Note 3 Avkastning

Tabell 3.1 Avkastning

	1. halvår 2020	1. halvår 2019	2019
<b>Avkastning målt i fondets valutakurv (prosent)</b>			
Aksjeinvesteringenes avkastning	-6,75	15,57	26,02
Renteinvesteringenes avkastning	5,14	6,03	7,56
Unotert eiendoms avkastning	-1,63	2,54	6,84
Fondets avkastning	-3,40	12,32	19,95
<b>Fondets relative avkastning (prosentpoeng)</b>			
Fondets relative avkastning (prosentpoeng)	-0,11	-0,03	0,23
<b>Avkastning målt i norske kroner (prosent)</b>			
Aksjeinvesteringenes avkastning	1,20	14,07	28,20
Renteinvesteringenes avkastning	14,11	4,65	9,41
Unotert eiendoms avkastning	6,76	1,20	8,68
Fondets avkastning	4,85	10,86	22,01

For nærmere informasjon om beregningsmetodene i avkastningsmålingen, se note 3 *Avkastning* i årsrapporten for 2019.

## 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 Spesifikasjon Inntekt/kostnad fra aksjer

Beløp i millioner kroner	1. halvår 2020	1. halvår 2019	2019
Utbytte	89 515	101 590	173 225
Realisert gevinst/tap	5 010	46 782	104 429
Urealisert gevinst/tap	-429 131	696 428	1 209 256
<b>Inntekt/kostnad fra aksjer før gevinst/tap valuta</b>	<b>-334 606</b>	<b>844 801</b>	<b>1 486 909</b>

Tabell 4.2 Spesifikasjon Inntekt/kostnad fra obligasjoner

Beløp i millioner kroner	1. halvår 2020	1. halvår 2019	2019
Renter	35 170	32 852	67 097
Realisert gevinst/tap	45 712	9 747	38 143
Urealisert gevinst/tap	75 064	102 359	87 580
<b>Inntekt/kostnad fra obligasjoner før gevinst/tap valuta</b>	<b>155 947</b>	<b>144 959</b>	<b>192 820</b>

Tabell 4.3 Spesifikasjon Inntekt/kostnad fra finansielle derivater

Beløp i millioner kroner	1. halvår 2020	1. halvår 2019	2019
Renter	-222	228	1 146
Realisert gevinst/tap	-3 019	563	-57
Urealisert gevinst/tap	-998	16	-735
<b>Inntekt/kostnad fra finansielle derivater før gevinst/tap valuta</b>	<b>-4 239</b>	<b>807</b>	<b>353</b>

## Note 5 Beholdninger av aksjer, obligasjoner og finansielle derivater

Tabell 5.1 Aksjer

Beløp i millioner kroner	30.06.2020		31.12.2019	
	Virkelig verdi inkl. opptjent utbytte	Opptjent utbytte	Virkelig verdi inkl. opptjent utbytte	Opptjent utbytte
Aksjer	7 253 849	9 163	7 140 818	8 292
<b>Sum aksjer</b>	<b>7 253 849</b>	<b>9 163</b>	<b>7 140 818</b>	<b>8 292</b>
<i>Herav utlånte aksjer</i>	472 309		426 623	

Tabell 5.2 Obligasjoner

Beløp i millioner kroner	30.06.2020			31.12.2019		
	Nominell verdi	Virkelig verdi inkl. opptjente renter	Opptjente renter	Nominell verdi	Virkelig verdi inkl. opptjente renter	Opptjente renter
Statsobligasjoner	1 279 255	1 443 155	8 498	1 404 163	1 526 110	10 076
Statsrelaterte obligasjoner	335 344	361 192	1 605	299 667	317 155	1 596
Realrenteobligasjoner	167 616	194 807	461	157 821	174 406	424
Selskapsobligasjoner	726 435	781 666	5 974	595 230	629 172	5 547
Pantesikrede obligasjoner	182 825	177 525	710	155 564	149 833	848
<b>Sum obligasjoner</b>	<b>2 691 475</b>	<b>2 958 346</b>	<b>17 247</b>	<b>2 612 446</b>	<b>2 796 675</b>	<b>18 490</b>
<i>Herav utlånte obligasjoner</i>		243 203			479 852	

### Finansielle derivater

Finansielle derivater, som valutaderivater, rentederivater og futures, benyttes i forvaltningen for å justere eksponeringen innenfor forskjellige porteføljer, som et kostnadseffektivt alternativ til handel i de underliggende verdipapirene. Videre benyttes valutaderivater i forbindelse med likviditetsstyring. Aksjederivater med et opsjonselement

er ofte et resultat av selskaphendelser og disse kan konverteres til aksjer eller bli solgt. I tillegg benytter SPU aksjebytteavtaler i kombinasjon med kjøp eller salg av aksjer. Aksjebytteavtalene innregnes ikke i balansen. Se note 12 *Utlån og innlån med sikkerhetsstillelse* og note 13 *Sikkerhetsstillelse og motregning* i årsrapporten for 2019 for ytterligere informasjon.



Tabell 5.3 spesifiserer finansielle derivater innregnet i balansen. Pålydende verdi er grunnlaget for beregning av eventuelle betalingsstrømmer og gevinst/tap for derivatkontraktene. Dette gir informasjon om i hvilken grad ulike finansielle derivater benyttes.

Tabell 5.3 Finansielle derivater

Beløp i millioner kroner	30.06.2020			31.12.2019		
	Pålydende verdi	Virkelig verdi		Pålydende verdi	Virkelig verdi	
		Eiendel	Gjeld		Eiendel	Gjeld
Valutaderivater	205 738	3 418	2 912	330 125	2 884	2 740
Rentederivater	33 327	550	2 189	21 605	291	554
Aksjederivater <sup>1</sup>	-	95	-	-	159	-
Børsnoterte futureskontrakter <sup>2</sup>	30 647	-	-	27 287	-	-
<b>Sum finansielle derivater</b>	<b>269 712</b>	<b>4 063</b>	<b>5 101</b>	<b>379 017</b>	<b>3 335</b>	<b>3 294</b>

<sup>1</sup> Pålydende verdi anses å ikke være relevant for aksjederivater og er derfor ikke inkludert i tabellen.

<sup>2</sup> Børsnoterte futureskontrakter gjøres opp daglig med marginbetalinger og virkelig verdi er derfor null ved balansedagen.

## 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. 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 2 *Regnskapsprinsipper* og note 7 *Måling til virkelig verdi* i årsrapporten for 2019.

I tabellene nedenfor gis en spesifikasjon av inntekt/kostnad, balanseendringer og kontantstrømmer knyttet til investeringer i unotert eiendom. For nærmere informasjon om prinsippene som ligger til grunn for tabellene, se note 6 *Unotert eiendom* i årsrapporten for 2019.

Tabell 6.1 Inntekt/kostnad fra unotert eiendom

Beløp i millioner kroner	1. halvår 2020	1. halvår 2019	2019
Innbetaling av renter og utbytte fra unotert eiendom	4 818	1 978	5 865
Urealisert gevinst/tap	-9 227	4 884	10 311
<b>Inntekt/kostnad fra unotert eiendom før gevinst/tap valuta</b>	<b>-4 409</b>	<b>6 862</b>	<b>16 175</b>

Tabell 6.2 Balanseendringer unotert eiendom

Beløp i millioner kroner	30.06.2020	31.12.2019
<b>Unotert eiendom per 1. januar</b>	<b>264 538</b>	<b>243 818</b>
Netto kontantstrøm til/fra investeringer i unotert eiendom	16 954	5 300
Urealisert gevinst/tap	-9 227	10 311
Gevinst/tap valuta	22 043	5 109
<b>Unotert eiendom, utgående balanse for perioden</b>	<b>294 309</b>	<b>264 538</b>

Tabell 6.3 spesifiserer kontantstrømmer mellom SPU og datterselskaper presentert som *Unotert eiendom*, knyttet til løpende drift samt andre aktiviteter.

**Tabell 6.3** Kontantstrøm unotert eiendom

Beløp i millioner kroner	1. halvår 2020	1. halvår 2019	2019
Innbetaling av renter og utbytte fra løpende drift	2 715	1 971	5 099
Innbetaling av interne lån fra løpende drift	662	638	1 267
<i>Kontantstrøm fra løpende drift unotert eiendom</i>	<i>3 376</i>	<i>2 609</i>	<i>6 366</i>
Utbetaling til nye eiendomsinvesteringer	-20 305	-1 728	-8 126
Utbetaling til utvikling av bygninger	-607	-570	-1 419
Netto inn-/utbetaling ekstern gjeld	-	326	-451
Innbetaling av interne lån fra salg	3 296	-	3 429
Innbetaling av renter og utbytte fra salg	2 104	7	766
<i>Kontantstrøm til/fra andre aktiviteter unotert eiendom</i>	<i>-15 512</i>	<i>-1 965</i>	<i>-5 801</i>
<b>Netto kontantstrøm unotert eiendom<sup>1</sup></b>	<b>-12 136</b>	<b>644</b>	<b>565</b>

<sup>1</sup> Fremgår av kontantstrømoppstillingen som *Innbetaling av renter og utbytte fra unotert eiendom* og *Netto kontantstrøm til/fra investeringer i unotert eiendom*. For første halvår 2020 utgjorde dette henholdsvis 4 818 millioner kroner og -16 954 millioner kroner (1 978 millioner kroner og -1 334 millioner kroner i første halvår 2019).

### Underliggende eiendomsselskaper

Datterselskapene har investeringer i andre ikke-konsoliderte unoterte selskaper. For ytterligere informasjon, se note 15 *Interesser i andre foretak* i årsrapporten for 2019.

Tabell 6.4 spesifiserer SPU's andel av inntekter og kostnader generert i de underliggende eiendomsselskapene som er grunnlaget for *Inntekt/kostnad fra unotert eiendom* presentert i tabell 6.1.

Tabell 6.4 Inntekt fra underliggende eiendomsselskaper

Beløp i millioner kroner	1. halvår 2020	1. halvår 2019	2019
Netto leieinntekter	5 924	5 036	10 478
Ekstern eiendomsforvaltning – faste honorarer	-376	-288	-576
Ekstern eiendomsforvaltning – variable honorarer	-21	-3	-91
Intern eiendomsforvaltning – faste honorarer <sup>1</sup>	-33	-31	-63
Forvaltningskostnader innenfor rammen fra Finansdepartementet <sup>2</sup>	-32	-31	-70
Andre driftskostnader, utenfor rammen fra Finansdepartementet	-65	-37	-101
Rentekostnader ekstern gjeld	-291	-259	-525
Betalbar skatt	-104	-81	-290
<i>Netto inntekt fra løpende drift</i>	<i>5 003</i>	<i>4 305</i>	<i>8 762</i>
Realisert gevinst/tap	2 138	1	1 114
Urealisert gevinst/tap	-11 066	2 561	6 510
<i>Realisert og urealisert gevinst/tap</i>	<i>-8 929</i>	<i>2 563</i>	<i>7 624</i>
<i>Transaksjonskostnader og avgifter ved kjøp og salg</i>	<i>-483</i>	<i>-6</i>	<i>-211</i>
<b>Netto inntekt underliggende eiendomsselskaper</b>	<b>-4 409</b>	<b>6 862</b>	<b>16 175</b>

<sup>1</sup> Intern eiendomsforvaltning utføres på 100 prosent eide eiendommer av ansatte i et heleid, konsolidert datterselskap.

<sup>2</sup> Se tabell 10.2 for spesifikasjon av forvaltningskostnader som måles mot den øvre kostnadsrammen fra Finansdepartementet.

Tabell 6.5 spesifiserer SPUs andel av eiendeler og forpliktelser i de underliggende eiendomsselskapene som inngår i *Unotert eiendom* presentert i tabell 6.2.

**Tabell 6.5** Eiendeler og forpliktelser underliggende eiendomsselskaper

Beløp i millioner kroner	30.06.2020	31.12.2019
Bygninger	315 437	283 191
Ekstern gjeld	-20 694	-18 407
Netto andre eiendeler og forpliktelser <sup>1</sup>	-434	-246
<b>Sum eiendeler og forpliktelser underliggende eiendomsselskaper</b>	<b>294 309</b>	<b>264 538</b>

<sup>1</sup> Netto andre eiendeler og forpliktelser består av kontanter og skatt samt operasjonelle fordringer og forpliktelser.

#### **Avtaler om kjøp og salg av eiendom**

Kjøp og salg over 25 millioner amerikanske dollar blir annonsert. Tidligere annonserte avaler om kjøp og salg av bygninger, som ikke er gjennomført ved utgangen av første halvår 2020, beskrives i neste avsnitt.

I andre kvartal 2019 inngikk Norges Bank avtaler om å kjøpe en eierandel på 48 prosent i to nye bygninger som skal oppføres i New York på 561 Greenwich Street og 92 Avenue of the Americas, med forventet ferdigstillelse i henholdsvis andre kvartal 2022 og fjerde kvartal 2023. Bygningene vil bli kjøpt og endelig kjøpesum vil bli fastsatt ved ferdigstillelse.

---

## Note 7 Måling til virkelig verdi

Virkelig verdi for majoriteten av eiendeler og gjeld er basert på noterte markedspriser eller observerbare markedsdata. Dersom markedet ikke er aktivt, fastsettes virkelig verdi ved hjelp av standard verdsettelsesmodeller. Måling til virkelig verdi kan være komplekst og kreve

skjønnsmessige vurderinger, særlig når observerbare inndata ikke er tilgjengelig. For en oversikt over verdsettelsesmodeller og metoder, samt definisjoner og inndeling i de tre kategoriene i hierarkiet for virkelig verdi, se note 7 *Måling til virkelig verdi* i årsrapporten for 2019.

---

### 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 verdsettelsesteknikker som bruker modeller med betydelig bruk av ikke-observerbare inndata. Fastsettelse av forutsetninger som markedsdeltakere vil benytte ved prising av eiendelen eller forpliktelsen når observerbar markedsinformasjon ikke er tilgjengelig, innebærer betydelig utøvelse av skjønn.

## Hierarkiet for virkelig verdi

Tabell 7.1 Investeringsporteføljen kategorisert per nivå i verdsettelseshierarkiet

Beløp i millioner kroner	Nivå 1		Nivå 2		Nivå 3		Totalt	
	30.06.2020	31.12.2019	30.06.2020	31.12.2019	30.06.2020	31.12.2019	30.06.2020	31.12.2019
<b>Aksjer</b>	<b>7 210 649</b>	<b>7 093 963</b>	<b>37 115</b>	<b>46 039</b>	<b>6 085</b>	<b>816</b>	<b>7 253 849</b>	<b>7 140 818</b>
Statsobligasjoner	1 355 064	1 386 488	88 091	139 622	-	-	1 443 155	1 526 110
Statsrelaterte obligasjoner	281 166	256 537	80 026	60 618	-	-	361 192	317 155
Realrenteobligasjoner	176 539	162 582	18 268	11 824	-	-	194 807	174 406
Selskapsobligasjoner	687 548	546 322	94 103	82 834	15	16	781 666	629 172
Pantesikrede obligasjoner	153 504	119 821	24 021	30 012	-	-	177 525	149 833
<b>Sum obligasjoner</b>	<b>2 653 821</b>	<b>2 471 750</b>	<b>304 509</b>	<b>324 910</b>	<b>15</b>	<b>16</b>	<b>2 958 346</b>	<b>2 796 675</b>
Finansielle derivater (eiendeler)	47	140	4 016	3 192	-	3	4 063	3 335
Finansielle derivater (gjeld)	-	-	-5 101	-3 294	-	-	-5 101	-3 294
<b>Sum finansielle derivater</b>	<b>47</b>	<b>140</b>	<b>-1 085</b>	<b>-102</b>	<b>-</b>	<b>3</b>	<b>-1 038</b>	<b>41</b>
<b>Unotert eiendom</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>294 309</b>	<b>264 538</b>	<b>294 309</b>	<b>264 538</b>
<b>Annet (eiendeler)<sup>1</sup></b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>229 615</b>	<b>245 418</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>229 615</b>	<b>245 418</b>
<b>Annet (gjeld)<sup>2</sup></b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-334 624</b>	<b>-359 409</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-334 624</b>	<b>-359 409</b>
<b>Totalt</b>	<b>9 864 517</b>	<b>9 565 853</b>	<b>235 530</b>	<b>256 856</b>	<b>300 409</b>	<b>265 373</b>	<b>10 400 458</b>	<b>10 088 083</b>
<b>Totalt (prosent)</b>	<b>94,8</b>	<b>94,8</b>	<b>2,3</b>	<b>2,6</b>	<b>2,9</b>	<b>2,6</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>

<sup>1</sup> Annet (eiendeler) består av balanselinjene *Innskudd i banker*, *Utlån med sikkerhetsstillelse*, *Avgitt kontantsikkerhet*, *Uoppgjorte handler (eiendeler)* og *Andre eiendeler*.

<sup>2</sup> Annet (gjeld) består av balanselinjene *Innlån med sikkerhetsstillelse*, *Mottatt kontantsikkerhet*, *Uoppgjorte handler (gjeld)* og *Annen gjeld*.

Majoriteten av den totale porteføljen er priset basert på observerbare markedspriser. Ved utgangen av første halvår 2020 var 97,1 prosent av porteføljen klassifisert som nivå 1 eller 2, som er en marginal reduksjon sammenlignet med årsslutt 2019.

### Aksjer

Målt som en andel av total verdi er tilnærmet alle aksjer (99,41 prosent) verdsatt basert på offisielle sluttkurser fra børs og klassifisert som nivå 1. En mindre andel aksjer (0,51 prosent) er klassifisert som nivå 2. Dette er hovedsakelig aksjer hvor handel nylig er suspendert, eller

illikvide beholdninger som ikke handles daglig. For noen få beholdninger (0,08 prosent) som ikke er notert eller hvor børshandel har vært suspendert over en lengre periode, benyttes ikke-observerbare inndata i vesentlig grad i verdsettelsen. Disse beholdningene er derfor klassifisert som nivå 3.

#### *Obligasjoner*

Majoriteten av obligasjonsbeholdningene (89,71 prosent) har observerbare bindende markedskurser i aktive markeder og er klassifisert som nivå 1. 10,29 prosent av obligasjonsbeholdningene er klassifisert som nivå 2. Dette er beholdninger som ikke har et tilstrekkelig antall observerbare markedskurser eller som er priset basert på sammenlignbare likvide obligasjoner. En ubetydelig andel av beholdningene som ikke har observerbare kurser, er klassifisert som nivå 3 da verdsettelsen er basert på vesentlig bruk av ikke-observerbare inndata.

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

Covid-19 pandemien har påvirket de globale finansmarkedene og markedsaktiviteten i mange sektorer. Aktiviteten i markedet for unotert eiendom har blitt vesentlig redusert, med få

transaksjoner i første halvår. Som en følge av mangel på prisinformasjon fra sammenlignbare gjennomførte markedstransaksjoner, inneholder flertallet av de eksterne verdsettelsesrapportene mottatt per 30. juni en klausul om vesentlig verdsettelsesusikkerhet. Unntaket er verdsettelsesrapportene for logistikeiendommer og en kontoreiendom med fastsatt leieinntekt over en lang tidshorison, hvor det ikke anses å være økt verdsettelsesusikkerhet. Bruken av klausulen er i henhold til markedspraksis basert på retningslinjer fra de relevante bransjeorganisasjonene for verdsettelse og betyr ikke at verdsettelsen ikke kan legges til grunn. Klausulen er tillagt for å fremheve den økte usikkerheten under de ekstraordinære omstendighetene. Det er ingen endring i verdsettelsesmetodikk på grunn av Covid-19.

Norges Bank Investment Management har foretatt en detaljert gjennomgang av de eksterne verdsettelsesrapportene per 30. juni. Vurderingen er at de eksterne verdsetterne har hensyntatt effektene av koronaviruset i samsvar med de forutsetninger som markedsdeltakere vil legge til grunn under gjeldende markedsforhold. Basert på dette er verdien fastsatt av de eksterne verdsetterne vurdert som det beste anslaget på virkelig verdi ved utgangen av første halvår.

#### *Finansielle derivater*

Noen aksjederivater (rights og warrants) som aktivt handles på børs, er klassifisert som nivå 1. Majoriteten av derivater er klassifisert som nivå 2, da verdsettelsen av disse er basert på standard modeller hvor det er benyttet observerbare inndata. Noen få derivater er verdsettelse basert på modeller med utstrakt bruk av ikke-observerbare inndata og er klassifisert som nivå 3.

Andre eiendeler og forpliktelser er klassifisert som nivå 2.



**Bevegelser mellom nivåer i hierarkiet***Reklassifiseringer mellom nivå 1 og nivå 2*

Andelen av aksjer klassifisert som nivå 1 har økt marginalt med 0,07 prosentpoeng sammenlignet med årsslutt 2019. Likviditeten i aksjemarkedet og observerbarheten til inndataen benyttet i verdsettelsen av aksjer har ikke blitt vesentlig påvirket av volatiliteten i aksjemarkedet i første halvår. Det er derfor ingen vesentlige reklassifiseringer av aksjeholdninger mellom nivå 1 og nivå 2 i løpet av første halvår.

Andelen av obligasjoner klassifisert som nivå 1 har økt med 1,32 prosentpoeng sammenlignet med årsslutt 2019, og andelen klassifisert som nivå 2 er tilsvarende redusert. I løpet av første halvår har nivå 1 beholdninger økt som følge av kjøp av statsobligasjoner og selskapsobligasjoner. Beholdninger i nivå 2 er redusert som følge av at enkelte Japanske statsobligasjoner klassifisert som nivå 2 ved årsslutt har forfalt i perioden.

Likviditeten i obligasjonsmarkedet var redusert i første kvartal på grunn av høy markedsvolatilitet som følge av Covid-19 pandemien, men ved utgangen av første halvår er likviditeten i markedet i hovedsak tilbake til normale nivåer. For obligasjonsporteføljen totalt har det i absolutt verdi kun vært en mindre netto reklassifisering fra nivå 1 til nivå 2 i første halvår. Det har imidlertid også vært en del motvirkende reklassifiseringer fra nivå 2 til nivå 1 i samme periode, hovedsakelig innenfor kategoriene statsobligasjoner og amerikanske selskapsobligasjoner.

Tabell 7.2 Endringer i nivå 3 beholdninger

Beløp i millioner kroner	01.01.2020	Kjøp	Salg	Forfalte og innbetalte	Netto gevinst/ tap	Overført til nivå 3	Overført fra nivå 3	Gevinst/ tap valuta	30.06.2020
Aksjer	816	27	-1	-2	-205	5 447	-70	73	6 085
Obligasjoner	16	-	-1	-	-2	-	-	2	15
Finansielle derivater (eiendeler)	3	-	-3	-	-	-	-	-	-
Unotert eiendom <sup>1</sup>	264 538	16 954	-	-	-9 227	-	-	22 043	294 309
<b>Totalt</b>	<b>265 373</b>	<b>16 981</b>	<b>-5</b>	<b>-2</b>	<b>-9 434</b>	<b>5 447</b>	<b>-70</b>	<b>22 118</b>	<b>300 409</b>

Beløp i millioner kroner	01.01.2019	Kjøp	Salg	Forfalte og innbetalte	Netto gevinst/ tap	Overført til nivå 3	Overført fra nivå 3	Gevinst/ tap valuta	31.12.2019
Aksjer	353	696	-128	-2	-90	44	-60	3	816
Obligasjoner	453	-	-425	-	-9	-	-3	-	16
Finansielle derivater (eiendeler)	12	-	-	-	-7	-	-2	-	3
Unotert eiendom <sup>1</sup>	243 818	5 300	-	-	10 311	-	-	5 109	264 538
<b>Totalt</b>	<b>244 636</b>	<b>5 996</b>	<b>-553</b>	<b>-2</b>	<b>10 205</b>	<b>44</b>	<b>-65</b>	<b>5 112</b>	<b>265 373</b>

<sup>1</sup> Kjøp representerer netto kontantstrøm til investeringer i unotert eiendom slik det fremkommer i kontantstrømoppstillingen.

Den relative andelen av beholdninger klassifisert som nivå 3 var 2,89 prosent ved utgangen av første halvår, en økning fra 2,6 prosent ved årsslutt 2019. SPU's samlede beholdninger i nivå 3 av verdsettelseshierarkiet utgjorde 300 409 millioner kroner ved utgangen av første halvår, en økning på 35 036 millioner kroner fra årsslutt 2019. Økningen skyldes i hovedsak investeringer i unotert eiendom, som i sin helhet er klassifisert som nivå 3.

Den relative andelen av aksjer klassifisert som nivå 3 har økt med 0,07 prosentpoeng sammenlignet med årsslutt 2019. Økningen skyldes en enkelt aksjebeholdning med bindingstid som ble mottatt som kompensasjon i en sammenslåing av to selskaper i 2016. Denne beholdningen er reklassifisert fra nivå 2 til nivå 3 i første halvår. Årsaken til reklassifiseringen er at økt prisvolatilitet på den underliggende noterte aksjen har medført at justeringen for

likviditetsrisiko knyttet til den gjenværende bindingstiden utgjør en større del av verdien ved utgangen av første halvår sammenlignet med årsslutt. Bruk av ikke-observerbar inndata i verdsettelsen er vurdert som betydelig ved utgangen av første halvår og beholdningen er derfor klassifisert som nivå 3. Ved utgangen av første halvår 2020 utgjorde denne aksjebeholdningen 85 prosent av verdien av beholdningene klassifisert som nivå 3.

For obligasjoner er den relative andelen klassifisert som nivå 3 uendret sammenlignet med årsslutt.

### Sensitivitetsanalyse for nivå 3 beholdninger

Verdsettelse av nivå 3 beholdninger innebærer utøvelse av skjønn for å fastsette forutsetninger som markedsdeltakere vil benytte når observerbar markedsinformasjon ikke er tilgjengelig. I sensitivitetsanalysen for nivå 3 beholdninger vises effekten av å benytte rimelige alternative forutsetninger i verdsettelsen av beholdningene.

**Tabell 7.3** Ytterligere spesifikasjon av nivå 3 og sensitiviteter

Beløp i millioner kroner	Nøkkelforutsetninger	Endring nøkkelforutsetninger	Spesifikasjon nivå 3 per 30.06.2020	Sensiviteter 30.06.2020		Spesifikasjon nivå 3 per 31.12.2019	Sensiviteter 31.12.2019 <sup>1</sup>	
				Ufordelaktige endringer	Fordelaktige endringer		Ufordelaktige endringer	Fordelaktige endringer
Aksjer	Historisk volatilitet	10,0 prosent	5 169	-131	134	-	-	-
	Justering ved suspensjon fra handel <sup>2</sup>	20,0 prosent	916	-180	180	816	-163	163
			6 085	-311	314	816	-163	163
Obligasjoner	Sannsynlighet for fremtidige kontantstrømmer <sup>3</sup>	10,0 prosent	15	-2	2	16	-2	2
Finansielle derivater (eiendeler)	Annet		-	-	-	3	-3	-
Unotert eiendom	Avkastningskrav	0,2 prosentpoeng		-13 190	10 857		-11 954	9 720
	Markedsleie	2,0 prosent		-5 003	5 312		-4 608	4 639
			294 309	-18 193	16 169	264 538	-16 563	14 359
<b>Totalt</b>			<b>300 409</b>	<b>-18 506</b>	<b>16 485</b>	<b>265 373</b>	<b>-16 731</b>	<b>14 524</b>

<sup>1</sup> Sammenligningstall for aksjer og obligasjoner er omarbeidet for å samsvare med presentasjonen i inneværende år.

<sup>2</sup> For aksjer som har vært suspendert fra handel over en lengre periode er siste sluttkurs fra børs justert ned basert på en vurdering av selskapsspesifikke forhold.

<sup>3</sup> Beholdninger består i hovedsak av misligholdte obligasjoner.

Endringer i nøkkelforutsetninger kan ha en vesentlig effekt på verdsettelsen av investeringer i unotert eiendom. En rekke nøkkelforutsetninger benyttes, hvor avkastningskrav og vekstprognoser anvendt for fremtidig markedsleie er de forutsetningene som gir størst utslag i estimat for eiendomsverdiene. Under en ufordelaktig endring er det beregnet at en økning i avkastningskrav på 0,2 prosentpoeng og en reduksjon i fremtidige markedsleie på 2 prosent vil redusere den unoterte eiendomsporteføljens verdi med om lag 18 193 millioner kroner eller 6,1 prosent (6,3 prosent ved årsslutt 2019). Under en fordelaktig endring vil en reduksjon i avkastningskrav på 0,2 prosentpoeng og en økning i fremtidige markedsleie på 2 prosent øke den unoterte eiendomsporteføljens verdi med om lag 16 169 millioner kroner eller 5,6 prosent (5,4 prosent ved årsslutt 2019).

For unotert eiendom er endringer i avkastningskrav en mer betydelig faktor for verdsettelse enn endringer i markedsleie. Den isolerte effekten av endringer i avkastningskrav og fremtidig markedsleie er presentert i tabell 7.3.

Som nevnt over, inneholder flertallet av de eksterne verdsettelsesrapportene som ligger til grunn for verdsettelsen av unotert eiendom per 30. juni en klausul om vesentlig verdsettelsesusikkerhet på grunn av Covid-19. Utvalget av rimelige alternative forutsetninger i sensitivitetsanalysen er derfor vurdert for å reflektere den økte usikkerheten rundt estimater for avkastningskrav og markedsleie. Dersom endring i avkastningskrav økes med ytterligere 0,2 prosent og markedsleie endres med ytterligere 2 prosent, vil virkningen av endringer i ikke-observerbar inndata føre til om lag en dobling av den ufordelaktige eller fordelaktige endringen presentert i tabell 7.3.

Sensitivitet i absolutte tall for aksjer har økt noe sammenlignet med årsslutt 2019, i samsvar med beholdninger klassifisert som nivå 3. Sensitivitet for obligasjoner er på samme nivå sammenlignet med årsslutt 2019.

---

## Note 8 Investeringsrisiko

Investeringsrisiko omfatter markedsrisiko, kredittrisiko og motpartsrisiko. For en nærmere beskrivelse av rammeverket for investeringsrisiko, herunder hoveddimensjoner og målemetoder benyttet for å styre investeringsrisiko, se note 8 *Investeringsrisiko* i årsrapporten for 2019.

### **Markedsrisiko**

Markedsrisiko er risiko for tap eller endring i markedsverdi for porteføljen eller deler av denne på grunn av endring i variabler i finansmarkedene og eiendomsverdier. Norges Bank Investment Management måler markedsrisiko både absolutt og relativt til referanseindeksen.

#### *Aktivaklasse per land/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 <sup>1</sup>		Markedsverdi i prosent per aktivaklasse		Eiendeler minus gjeld før forvaltningsgodtgjøring		
		30.06.2020	Marked	31.12.2019	30.06.2020	31.12.2019	30.06.2020	31.12.2019
Aksjer	<b>Utviklet</b>	<b>88,3</b>	<b>Utviklet</b>	<b>88,6</b>				
	USA	41,4	USA	39,7				
	Japan	8,5	Storbritannia	8,8				
	Storbritannia	7,0	Japan	8,4				
	Sveits	5,0	Frankrike	5,2				
	Frankrike	5,0	Tyskland	4,8				
	Sum andre	21,6	Sum andre	21,7				
	<b>Fremvoksende</b>	<b>11,7</b>	<b>Fremvoksende</b>	<b>11,4</b>				
	Kina	5,2	Kina	4,3				
	Taiwan	2,0	Taiwan	1,8				
	India	1,1	India	1,2				
	Brasil	0,6	Brasil	1,0				
	Sør-Afrika	0,5	Sør-Afrika	0,6				
	Sum andre	2,2	Sum andre	2,6				
<b>Sum aksjer</b>					<b>69,55</b>	<b>70,83</b>	<b>7 233 915</b>	<b>7 145 463</b>
Obligasjoner	<b>Utviklet</b>	<b>93,6</b>	<b>Utviklet</b>	<b>92,0</b>				
	Amerikanske dollar	45,2	Amerikanske dollar	45,9				
	Euro	28,6	Euro	26,9				
	Japanske yen	7,1	Japanske yen	7,5				
	Britiske pund	4,7	Britiske pund	4,3				
	Kanadiske dollar	3,1	Kanadiske dollar	3,1				
	Sum andre	4,9	Sum andre	4,4				
	<b>Fremvoksende</b>	<b>6,4</b>	<b>Fremvoksende</b>	<b>8,0</b>				
	Meksikanske peso	1,2	Meksikanske peso	1,6				
	Sørkoreanske won	1,1	Sørkoreanske won	1,1				
	Indonesiske rupiah	0,8	Indonesiske rupiah	1,0				
	Indiske rupi	0,7	Indiske rupi	0,7				
	Sørafrikanske rand	0,5	Brasilianske real	0,7				
	Sum andre	2,2	Sum andre	2,9				
<b>Sum obligasjoner</b>					<b>27,61</b>	<b>26,46</b>	<b>2 871 251</b>	<b>2 669 606</b>
Unotert eiendom	USA	48,3	USA	48,5				
	Frankrike	18,3	Storbritannia	21,2				
	Storbritannia	18,3	Frankrike	17,9				
	Sveits	3,8	Sveits	3,5				
	Tyskland	3,8	Tyskland	3,4				
	Sum andre	7,6	Sum andre	5,6				
<b>Sum unotert eiendom</b>					<b>2,84</b>	<b>2,71</b>	<b>295 292</b>	<b>273 014</b>

<sup>1</sup> Markedsverdi i prosent per land og valuta inkluderer derivater og kontanter.

Ved utgangen av første halvår var aksjeandelen i fondet 69,6 prosent, mot 70,8 prosent ved årsslutt 2019. Obligasjonsporteføljens andel av fondet var 27,6 prosent, mot 26,5 prosent ved årsslutt. Unotert eiendoms andel av fondet var 2,8 prosent, mot 2,7 prosent ved årsslutt.

#### Volatilitet

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

basert på det statistiske målet standardavvik. Tabell 8.2 og 8.3 presenterer risiko både i form av porteføljens forventet volatilitet og forventet relativ volatilitet målt mot referanseindeksen til fondet. Alle fondets investeringer er inkludert i beregning av forventet relativ volatilitet, og måles mot fondets referanseindeks bestående av globale aksje- og obligasjonsindekser. Forvaltningsmandatet angir at forventet relativ volatilitet for fondet ikke skal overstige 1,25 prosentpoeng.

**Tabell 8.2** Porteføljrisiko, forventet volatilitet, prosent

	Forventet volatilitet, faktisk portefølje							
	30.06.2020	Min 2020	Maks 2020	Snitt 2020	31.12.2019	Min 2019	Maks 2019	Snitt 2019
Porteføljen	9,8	7,7	10,0	8,7	7,7	7,7	8,6	7,9
Aksjer	13,6	9,9	13,8	11,8	9,9	9,9	11,5	10,2
Obligasjoner	9,2	6,9	9,2	8,1	7,0	6,7	7,2	6,9
Unotert eiendom	10,4	8,7	10,4	9,6	8,7	8,7	9,4	9,0

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

	Forventet relativ volatilitet							
	30.06.2020	Min 2020	Maks 2020	Snitt 2020	31.12.2019	Min 2019	Maks 2019	Snitt 2019
Porteføljen	58	32	58	44	33	31	34	32

Risiko målt ved forventet volatilitet viser en forventet årlig verdisvingning i fondet på 9,8 prosent, eller om lag 1 020 milliarder kroner, ved utgangen av første halvår, mot 7,7 prosent ved årsslutt 2019. Aksjeinvesteringenes forventede volatilitet var 13,6 prosent ved utgangen av første halvår, opp fra 9,9 prosent ved årsslutt 2019, mens renteinvesteringenes forventede volatilitet var 9,2 prosent, mot 7,0 prosent ved årsslutt 2019. Oppgangen i fondets forventede volatilitet i 2020 skyldes hovedsakelig økte prissvingninger i aksje- og obligasjonsmarkedene for de siste tre årene enn det som var tilfellet ved utgangen av 2019.

Fondets forventede relative volatilitet var 58 basispunkter ved utgangen av første halvår, mot 33 basispunkter ved årsslutt 2019. Oppgangen i fondets forventede relative volatilitet i 2020 skyldes hovedsakelig økte prissvingninger i markedene.

Forventet ekstremavviksrisiko er et halerisikomål som måler forventet tap i ekstreme markeds-situasjoner. Ekstremavviksrisikomålet anvendt på relative avkastninger gir et estimat på den forventede årlige mindreakstningen mot

referanseindeksen for et gitt konfidensnivå. Ved bruk av historiske simuleringer beregnes relative avkastninger på dagens portefølje mot referanseindeksen på ukentlig basis over perioden fra og med januar 2007 til utløpet av siste regnskapsperiode. 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 målt mot referanseindeksen ikke overstiger 3,75 prosentpoeng. Ved utgangen av første halvår var ekstremavviksrisikoen 1,84 prosentpoeng, sammenlignet med 1,50 prosentpoeng ved årsslutt 2019.

### **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. Renteinstrumenter i porteføljens referanseindeks er alle kredittvurdert til å inneha lav kredittrisiko av ett av de store kredittvurderingsbyråene.



Tabell 8.4 Obligasjonsporteføljen fordelt etter kredittvurdering

Beløp i millioner kroner, 30.06.2020	AAA	AA	A	BBB	Lavere vurdering	Totalt
Statsobligasjoner	757 298	232 922	283 444	140 282	29 209	1 443 155
Statsrelaterte obligasjoner	139 779	148 663	56 000	15 484	1 267	361 192
Realrenteobligasjoner	136 906	37 898	8 077	11 347	579	194 807
Selskapsobligasjoner	6 569	49 549	331 365	382 372	11 812	781 666
Pantesikrede obligasjoner	146 905	27 766	1 738	654	461	177 525
<b>Sum obligasjoner</b>	<b>1 187 457</b>	<b>496 799</b>	<b>680 624</b>	<b>550 138</b>	<b>43 328</b>	<b>2 958 346</b>

Beløp i millioner kroner, 31.12.2019	AAA	AA	A	BBB	Lavere vurdering	Totalt
Statsobligasjoner	784 270	219 428	367 235	113 426	41 750	1 526 110
Statsrelaterte obligasjoner	127 462	131 904	42 359	14 164	1 265	317 155
Realrenteobligasjoner	127 523	29 901	7 433	9 549	-	174 406
Selskapsobligasjoner	5 567	39 019	260 796	317 812	5 978	629 172
Pantesikrede obligasjoner	122 767	24 524	1 583	526	433	149 833
<b>Sum obligasjoner</b>	<b>1 167 588</b>	<b>444 778</b>	<b>679 406</b>	<b>455 478</b>	<b>49 425</b>	<b>2 796 675</b>

Andelen av obligasjonsbeholdningen kategorisert med kredittvurdering BBB økte til 18,6 prosent ved utgangen av første halvår, fra 16,3 prosent ved utgangen av 2019. Økningen i BBB kategorien skyldes i hovedsak økte beholdninger av selskapsobligasjoner, men beholdninger av statsobligasjoner i denne kategorien økte også i perioden. Samtidig falt andelen av obligasjonsbeholdningen med kredittvurdering AAA til 40,1 prosent ved utgangen av første halvår, fra 41,7 prosent ved årsslutt 2019. Andelen av obligasjonsbeholdningen i

kategorien *Lavere vurdering* ble redusert til 1,5 prosent av obligasjonsbeholdningen ved utgangen av første halvår, fra 1,8 prosent ved årsslutt 2019. Dette skyldes hovedsakelig reduserte beholdninger av statsobligasjoner i fremvoksende markeder. Totalt sett er kredittkvaliteten noe forverret siden årsslutt.

#### Motpartsrisiko

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

**Tabell 8.5** Motpartsrisiko per type posisjon

Beløp i millioner kroner	Risikoeksponering	
	30.06.2020	31.12.2019
Verdipapirutlån	45 463	58 488
Derivater inklusive valutakontrakter	31 521	32 611
Usikrede bankinnskudd <sup>1</sup> og verdipapirer	22 394	18 501
Gjenkjøps- og gjensalgsvtaler	1 896	6 535
Oppgjørsrisiko på motpart og transaksjoner med lang oppgjørstid	6 634	266
<b>Totalt</b>	<b>107 909</b>	<b>116 401</b>

<sup>1</sup> Beløpet inkluderer også bankinnskudd i ikke-konsoliderte datterselskaper.

Total motpartsrisikoeksponering ble redusert til 107,9 milliarder kroner ved utgangen av første halvår, fra 116,4 milliarder kroner ved utgangen av 2019. Reduksjonen i risikoeksponering skyldtes i hovedsak lavere risikoeksponering fra verdipapirutlån og gjenkjøps- og gjensalgsvtaler. Gjennom verdipapirutlånsprogrammet lånes det ut både aksjer og obligasjoner.

Risikoeksponeringen for programmet falt til 45,5 milliarder kroner ved utgangen av første halvår, fra 58,5 milliarder kroner ved årsslutt 2019, hovedsakelig som følge av reduserte utlån av obligasjoner. Motpartsrisikoeksponeringen fra utlånsaktiviteten utgjorde 42 prosent av den totale motpartsrisikoeksponeringen til fondet ved utgangen av første halvår.

## Note 9 Gevinst/tap valuta

### Skjønnsmessig vurdering

Gevinst og tap på finansielle instrumenter skyldes endringer i 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 2019.

Fondets markedsverdi i norske kroner påvirkes av endringer i valutakurser. Se tabell 8.1 i note 8 *Investeringsrisiko* for en oversikt over fordeling av SPUs investeringer per aktivaklasse, land og

valuta. Endringen i fondets markedsverdi som skyldes endringer i valutakurser er presentert i tabell 9.1.

Tabell 9.1 Spesifikasjon Gevinst/tap valuta

Beløp i millioner kroner	1. halvår 2020	1. halvår 2019	2019
Gevinst/tap valuta - USD/NOK	312 858	-44 040	44 005
Gevinst/tap valuta - EUR/NOK	168 765	-29 465	-5 461
Gevinst/tap valuta - JPY/NOK	72 547	1 758	15 693
Gevinst/tap valuta - GBP/NOK	16 493	-9 894	33 334
Gevinst/tap valuta - andre	101 480	-16 243	39 108
<b>Gevinst/tap valuta</b>	<b>672 144</b>	<b>-97 884</b>	<b>126 679</b>

## Note 10 Forvaltningskostnader

Forvaltningskostnader omfatter alle kostnader ved forvaltning av investeringsporteføljen. Disse påløper i hovedsak i Norges Bank, men det påløper også forvaltningskostnader 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 tilsvarende faktiske kostnader påløpt i Norges Bank, inkludert avkastningsavhengige honorarer til eksterne forvaltere, og belastes periodens resultat for SPU på linjen *Forvaltningsgodtgjøring*. Kostnader inkludert i forvaltningsgodtgjøringen er spesifisert i tabell 10.1.



Tabell 10.1 Forvaltningsgodtgjøring

Beløp i millioner kroner	1. halvår 2020		1. halvår 2019		2019	
		Basis-punkter		Basis-punkter		Basis-punkter
Lønn, arbeidsgiveravgift og andre personalkostnader	656		669		1 448	
Kostnader til depot	238		201		431	
IT-tjenester, systemer, data og informasjon	332		343		671	
Analyse, konsulent og juridiske tjenester	123		144		258	
Øvrige kostnader	137		213		428	
Fordelte kostnader Norges Bank	141		92		174	
Faste honorarer til eksterne forvaltere	425		356		611	
<b>Forvaltningsgodtgjøring eksklusive avkastningsavhengige honorarer</b>	<b>2 052</b>	<b>3,9</b>	<b>2 018</b>	<b>4,6</b>	<b>4 021</b>	<b>4,4</b>
Avkastningsavhengige honorarer til eksterne forvaltere	681		81		291	
<b>Forvaltningsgodtgjøring</b>	<b>2 733</b>	<b>5,2</b>	<b>2 099</b>	<b>4,8</b>	<b>4 312</b>	<b>4,7</b>

**Forvaltningskostnader i datterselskaper**

Forvaltningskostnader som påløper i datterselskaper består av kostnader knyttet til forvaltningen av den unoterte eiendomsporteføljen. Disse kostnadene blir belastet porteføljerisikotilgjengelig 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*. Disse kostnadene er spesifisert i tabell 10.2.

**Tabell 10.2** Forvaltningskostnader datterselskaper eiendom

Beløp i millioner kroner	1. halvår 2020		1. halvår 2019		2019	
		Basis-punkter		Basis-punkter		Basis-punkter
Lønn, arbeidsgiveravgift og andre personalkostnader	13		13		34	
IT-tjenester, systemer, data og informasjon	11		10		19	
Analyse, konsulent og juridiske tjenester	16		15		36	
Øvrige kostnader	12		10		22	
<b>Sum forvaltningskostnader datterselskaper eiendom</b>	<b>52</b>	<b>0,1</b>	<b>49</b>	<b>0,1</b>	<b>111</b>	<b>0,1</b>
<i>Herav forvaltningskostnader ikke-konsoliderte datterselskaper</i>	32		31		70	
<i>Herav forvaltningskostnader konsoliderte datterselskaper</i>	21		18		41	

**Øvre ramme for dekning av forvaltningskostnader**

Finansdepartementet fastsetter hvert år en øvre ramme for dekning av forvaltningskostnader. Norges Bank godtgjøres kun for påløpte kostnader innenfor den fastsatte rammen. Norges Bank godtgjøres i tillegg for avkastningsavhengige honorarer til eksterne forvaltere. Disse kostnadene er holdt utenfor den øvre rammen.

Summen av forvaltningskostnader som påløper i Norges Bank og i datterselskaper, eksklusiv avkastningsavhengige honorarer til eksterne forvaltere, er for 2020 begrenset til 4 900 millioner kroner. Ekstraordinære situasjoner vil likevel kunne medføre at bankens kostnader målt i kroner overstiger den maksimale rammen og Finansdepartementet vil kunne gjøre en ny vurdering av kostnadsrammen i slike situasjoner.

Ved utgangen av første halvår utgjorde samlede forvaltningskostnader som måles mot den øvre kostnadsrammen 2 105 millioner kroner. Dette består av 2 052 millioner kroner i forvaltningskostnader i Norges Bank eksklusive avkastningsavhengige honorarer til eksterne forvaltere og 52 millioner kroner i forvaltningskostnader i datterselskaper. Samlede forvaltningskostnader, inklusive avkastningsavhengige honorarer til eksterne forvaltere, utgjorde 2 785 millioner kroner.

#### **Kostnader målt som andel av forvaltet kapital**

Kostnader måles også i basispunkter, som andel av gjennomsnittlig kapital under forvaltning. Gjennomsnittlig kapital under forvaltning er beregnet basert på markedsverdien til investeringsporteføljen i norske kroner ved inngangen til hver måned i kalenderåret.

Ved utgangen av første halvår tilsvarte summen av forvaltningskostnader som påløper i Norges Bank og i datterselskaper, eksklusive avkastningsavhengige honorarer til eksterne forvaltere, 4,0 basispunkter av forvaltet kapital. Samlede forvaltningskostnader, inklusive avkastningsavhengige honorarer til eksterne forvaltere, tilsvarte 5,3 basispunkter av forvaltet kapital.

#### **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 portefølje-resultatet 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 6.4 i note 6 *Unotert eiendom* for ytterligere informasjon. Andre driftskostnader som påløper i konsoliderte datterselskaper presenteres i resultatregnskapet som *Annen inntekt/kostnad*.

Til Norges Banks representantskap

# 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 30. juni 2020, resultatregnskap, oppstilling av endringer i eiers kapital og kontantstrømpoppstilling for seks månedersperioden 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, 12. august 2020

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](http://www.nbim.no)