

2.KV. | 18

**STATENS
PENSJONSFOND
UTLAND**

**KVARTALSRAPPORT
/2018**

Tall og fakta 2. kvartal 2018

1,8 %

167 milliarder kroner

Statens pensjonsfond utland fikk en avkastning på **1,8** prosent, eller **167** milliarder kroner, i andre kvartal 2018.



**AKSJE-
INVESTERINGER**

2,7 %



**UNOTERTE
EIENDOMS-
INVESTERINGER**

1,9 %



**RENTE-
INVESTERINGER**

0,0 %

Avkastningen på fondets aksjeinvesteringer var på **2,7** prosent.
Investeringer i unotert eiendom fikk en avkastning på **1,9** prosent.
Renteinvesteringene fikk en avkastning på **0,0** prosent.

Avkastningen på investeringene var **0,2** prosentpoeng lavere enn
avkastningen på referanseindeksen som fondet måles mot.

8 337

milliarder kroner

Ved utgangen av kvartalet var fondets markedsverdi **8 337** milliarder kroner. Fondet var investert med **66,8** prosent i aksjer, **2,6** prosent i unotert eiendom og **30,6** prosent i rentepapirer.



**AKSJE-
INVESTERINGER**

66,8 %



**UNOTERTE
EIENDOMS-
INVESTERINGER**

2,6 %



**RENTE-
INVESTERINGER**

30,6 %

Innhold

1

INVESTERINGENE

Aksjer _____	6
Eiendom _____	9
Renter _____	10

2

FORVALTNINGEN

Forvaltningen _____	13
Risiko _____	15
Ansvarlig forvaltning _____	17

3

HOVEDTALL OG REGNSKAP

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

WWW.NBIM.NO

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

Investeringsene

AKSJER

Aksjeinvesteringene, som utgjorde 66,8 prosent av fondet ved utgangen av kvartalet, fikk en avkastning på 2,7 prosent. Det var positiv avkastning i første halvdel av kvartalet, preget av en reversering av den svake starten på året. I andre halvdel av kvartalet bidro en kombinasjon av utsikter til økte handelsbarrierer og svakere vekstutsikter i Europa, Kina og fremvoksende markeder i negativ retning. Politisk usikkerhet i Italia påvirket det europeiske finansmarkedet negativt.

Sterkest avkastning i Nord-Amerika

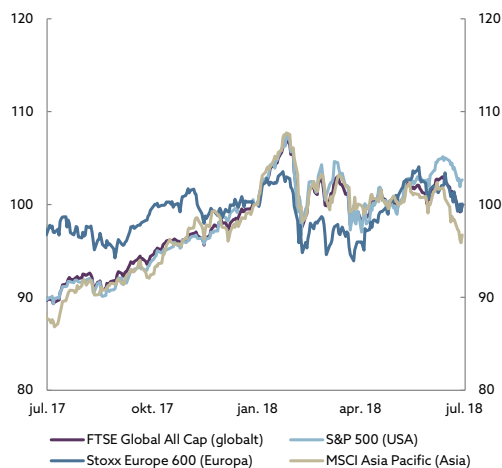
Nordamerikanske aksjer hadde en avkastning på 7,3 prosent i kvartalet og sto for 40,0 prosent av fondets aksjeinvesteringer. Avkastningen for

aksjer notert i USA var også på 7,3 prosent, tilsvarende 4,2 prosent målt i lokal valuta. USA var fondets største enkeltmarked og sto for 37,8 prosent av aksjeinvesteringene.

Europeiske aksjer hadde en avkastning på 1,3 prosent i kvartalet. Totalt var 34,9 prosent av fondets aksjeinvesteringer plassert i europeiske selskaper. Aksjer notert i Storbritannia hadde en avkastning på 5,7 prosent. I lokal valuta var avkastningen 9,0 prosent. Dette er fondets største europeiske marked. 9,6 prosent av aksjeinvesteringene var plassert her.

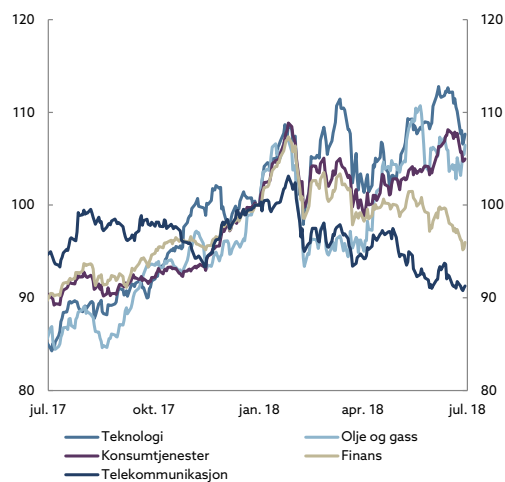
Aksjer i Asia og Oseania hadde en avkastning på -1,3 prosent og utgjorde 22,6 prosent av fondets aksjeinvesteringer. Avkastningen for

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



Kilde: Bloomberg

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



Kilde: FTSE

japanske aksjer var på -0,4 prosent, tilsvarende 0,7 prosent målt i lokal valuta. Japanske aksjer utgjorde 9,0 prosent av aksjeinvesteringene.

Aksjer i fremvoksende markeder hadde en avkastning på -5,7 prosent i kvartalet. Til sammen var 10,9 prosent av fondets aksjeinvesteringer plassert i fremvoksende markeder. Det kinesiske aksjemarkedet fikk en avkastning på -1,7 prosent. Totalt var 4,0 prosent av fondets aksjeinvesteringer plassert her.

Sterkest avkastning for olje- og gasselskaper

Olje- og gasselskaper hadde den sterkeste avkastningen i kvartalet, med 13,0 prosent. Avkastningen var drevet av stigende oljepris.

Oljeprisoppgangen skyldtes blant annet høy etterspørsel og medlemslandenes etterlevelse av OPECs kuttavtale.

Konsumtjenesteselskaper fikk en avkastning på 6,3 prosent i kvartalet. Selskaper innen detaljvarehandel leverte sterkere inntjening enn markedet hadde forventet, og var hoveddriveren for sektorens avkastning. Det var også tegn til økende forbruk, særlig i Nord-Amerika.

Teknologiselskapene hadde en avkastning på 6,2 prosent. De største globale teknologiselskapene ledet an i oppgangen. Programvareselskapene bidro også til avkastningen i sektoren.

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

Sektor	Avkastning	Andel av aksjebeholdningen ¹
Finans	-1,4	23,6
Industri	0,8	13,5
Konsumvarer	0,0	12,6
Teknologi	6,2	12,3
Konsumtjenester	6,3	10,9
Helse	5,9	10,0
Olje og gass	13,0	6,2
Materialer	3,1	5,8
Kraft- og vannforsyning	2,9	2,6
Telekommunikasjon	-1,1	2,6

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

Tabell 2 Fondets største aksjebeholdninger per 30. juni 2018. Millioner kroner

Selskap	Land	Beholdning
Apple Inc	USA	68 282
Amazon.com Inc	USA	56 271
Microsoft Corp	USA	56 144
Alphabet Inc	USA	52 734
Royal Dutch Shell Plc	Storbritannia	52 512
Nestlé SA	Sveits	46 529
Facebook Inc	USA	34 269
Tencent Holdings Ltd	Kina	33 812
Roche Holding AG	Sveits	31 343
Novartis AG	Sveits	31 084

Selskaper innen finans hadde den svakeste avkastningen i kvartalet, med -1,4 prosent. Spesielt bankenes avkastning hadde en negativ påvirkning på sektoren. I Europa bidro fremleggelsen av økonomiske nøkkeltall og årsresultater til den svake avkastningen. Reduserte vekstforventninger og økende usikkerhet bidro også i negativ retning.

Enkeltinvesteringer

Investeringen i konsumtjenesteselskapet Amazon.com Inc bidro mest positivt til avkastningen i andre kvartal, fulgt av investeringene i teknologiselskapet Apple Inc og oljeselskapet Royal Dutch Shell Plc. Enkeltelskapene som bidro mest negativt til avkastningen, var finansselskapet Banco Santander SA, teknologiselskapet Taiwan Semiconductor Manufacturing Co Ltd og finansselskapet Banco Bradesco SA.

Fondet deltok i 65 børsnoteringer i kvartalet. Den største børsnoteringen i markedet der fondet kjøpte aksjer, var i finansselskapet AXA Equitable Holdings Inc. Deretter fulgte teknologiselskapet Mercari Inc og konsumtjenesteselskapet Ping An Healthcare and Technology Co Ltd. Fondets største deltakelser i børsnoteringer var i AXA Equitable Holdings Inc og i industriselskapene GreenSky Inc og GrafTech International Ltd.

AVKASTNING MÅLT I INTERNASJONAL VALUTA

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

EIENDOM

Fondets investeringer i unotert eiendom utgjorde 2,6 prosent av fondet ved utgangen av andre kvartal. Investeringene i unotert eiendom fikk i kvartalet en avkastning på 1,9 prosent.

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

I forvaltningen er unoterte og noterte eiendomsinvesteringer forvaltet som en samlet strategi for eiendom. Investeringene i notert eiendom fikk en avkastning på 5,2 prosent.

Annonserte kjøp og salg av unotert eiendom

I april solgte fondet åtte logistikkeiendommer i Frankrike, Nederland og Spania, i samarbeid med Prologis. Fondet mottok 40,5 millioner euro, tilsvarende rundt 390 millioner kroner, for eierandelen på 50 prosent.

I juni kjøpte fondet 25 prosent av en leiekontrakt for 30 Warwick Street i London, i samarbeid med The Crown Estate. Fondet betalte 28,8 millioner pund, tilsvarende rundt 311 millioner kroner, for eierandelen.

Tabell 3 Avkastning på unoterte eiendomsinvesteringer i andre kvartal 2018

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

Tabell 4 Verdien av eiendomsinvesteringene per 30. juni 2018. Millioner kroner

	Verdi ¹
Unoterte eiendomsinvesteringer	220 425
Børsnoterte eiendomsinvesteringer	77 805
Totalt	298 230

¹ Inkludert bankinnskudd og andre fordringer

RENTER

Renteinvesteringene utgjorde 30,6 prosent av fondet ved utgangen av andre kvartal og fikk en avkastning på 0,0 prosent. Rentenivået endret seg lite i de fleste utviklede markedene i kvartalet.

Variierende avkastning for statsobligasjoner

Statsobligasjoner fikk en avkastning på -0,6 prosent og utgjorde 56,4 prosent av fondets renteinvesteringer ved utgangen av kvartalet. Fondets tre største beholdninger av statsobligasjoner besto av obligasjoner utstedt av USA, Japan og Tyskland.

Amerikanske statsobligasjoner fikk en avkastning på 3,1 prosent. I lokal valuta var avkastningen 0,1 prosent. Amerikanske statsobligasjoner sto

for 22,9 prosent av renteinvesteringene, og var fondets største beholdning av statsgjeld fra en enkeltutsteder. Den amerikanske sentralbanken, Federal Reserve, hevet, som markedet ventet, styringsrenten med 0,25 prosentpoeng i sitt møte i juni. Den amerikanske dollaren styrket seg mot fondets valutakurv i kvartalet.

Euro-denominerte statsobligasjoner, som utgjorde 11,8 prosent av renteinvesteringene, fikk en avkastning på -2,2 prosent. I lokal valuta var avkastningen 0,0 prosent. Den europeiske sentralbanken (ECB) besluttet i juni at den vil halvere takten i obligasjonskjøpene sine i fjerde kvartal 2018 og avslutte disse ved inngangen til 2019. Markedet har ellers vært preget av at risikopremien for italienske statsobligasjoner har økt markant i etterkant av

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

Sektor	Avkastning	Andel av renteinvesteringene ¹
Statsobligasjoner ²	-0,6	56,4
Statsrelaterte obligasjoner ²	-0,1	12,5
Realrenteobligasjoner ²	2,4	4,8
Selskapsobligasjoner	0,8	23,8
Pantesikrede obligasjoner	-0,9	5,2

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

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

Tabell 6 Fondets største obligasjonsbeholdninger per 30. juni 2018. Millioner kroner

Utsteder	Land	Beholdning
Amerikanske stat	USA	665 594
Japanske stat	Japan	195 072
Tyske stat	Tyskland	112 260
Britiske stat	Storbritannia	70 438
Franske stat	Frankrike	53 887
Italienske stat	Italia	43 809
Spanske stat	Spania	43 263
Meksikanske stat	Mexico	40 223
Koreanske stat	Sør-Korea	36 380
Australske stat	Australia	35 399

det italienske valget i mars. Euroen svekket seg mot fondets valutakurv i kvartalet.

Japanske statsobligasjoner, som utgjorde 7,5 prosent av renteinvesteringene, fikk en avkastning på -1,0 prosent. I lokal valuta var avkastningen 0,1 prosent. 10-årsrentene i Japan blir holdt nær null som en del av pengepolitikken. Japanske yen svekket seg mot valutakurven i perioden.

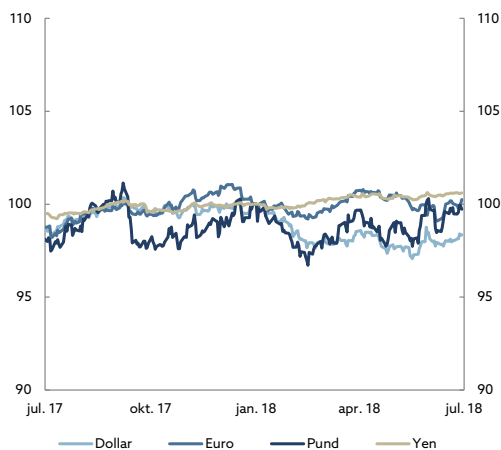
Fondet er også investert i obligasjoner fra statsrelaterte institusjoner som Kreditanstalt für Wiederaufbau (KfW), European Investment Bank (EIB) og Canada Housing Trust (Canhou). Statsrelaterte obligasjoner hadde en avkastning på -0,1 prosent og utgjorde 12,5 prosent av renteinvesteringene.

Selskapsobligasjonene fikk en avkastning på 0,8 prosent og utgjorde 23,8 prosent av fondets renteinvesteringer ved utgangen av kvartalet. Det var en moderat økning i kredittpremien i kvartalet.

Fondets pantesikrede obligasjoner, som hovedsakelig besto av obligasjoner med fortrinnsrett denominert i euro, utgjorde 5,2 prosent av fondets renteinvesteringer og fikk en avkastning på -0,9 prosent.

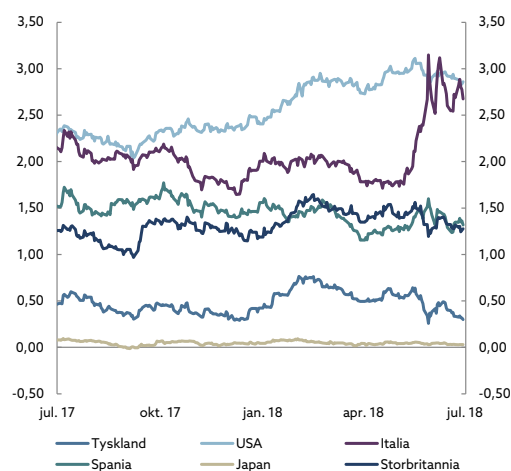
Realrenteobligasjoner fikk en avkastning på 2,4 prosent og utgjorde 4,8 prosent av fondets renteinvesteringer.

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



Kilde: Bloomberg Barclays Indices

Figur 4 Utviklingen i rentene på tiårige statsobligasjoner. Prosent



Kilde: Bloomberg

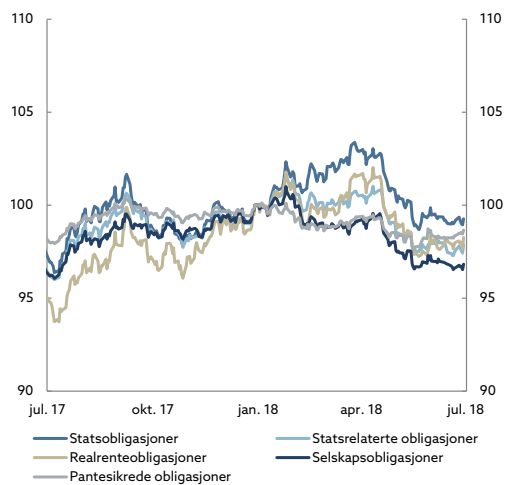
Endringer i beholdningen av rentepapirer

Investeringer i dollar, euro, pund og yen utgjorde 84,0 prosent av renteinvesteringene ved utgangen av andre kvartal, mot 83,2 prosent ved inngangen til kvartalet.

Markedsverdien av investeringene i rentepapirer i fremvoksende lands valutaer utgjorde 7,8 prosent av investeringene, mot 8,4 prosent i forrige kvartal.

I løpet av andre kvartal økte markedsverdien mest i fondets statsobligasjoner utstedt av USA, Japan og Belgia. Statsobligasjoner utstedt av Brasil, India og Frankrike hadde størst reduksjon i markedsverdi.

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



Kilde: Bloomberg Barclays Indices

Tabell 7 Fondets obligasjoner per 30. juni 2018 fordelt etter kredittvurdering. Prosent av beholdningen

	AAA	AA	A	BBB	Lavere vurdering	Totalt
Statsobligasjoner	29,8	7,4	11,7	4,3	1,6	54,9
Statsrelaterte obligasjoner	5,6	4,4	1,6	0,4	0,1	12,2
Realrenteobligasjoner	3,8	0,4	0,2	0,2	0,0	4,6
Selskapsobligasjoner	0,2	2,1	8,3	12,1	0,6	23,2
Pantesikrede obligasjoner	4,2	0,8	0,1	0,1	0,0	5,1
Totalt	43,6	15,1	21,9	17,1	2,2	100,0

Forvaltningen

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

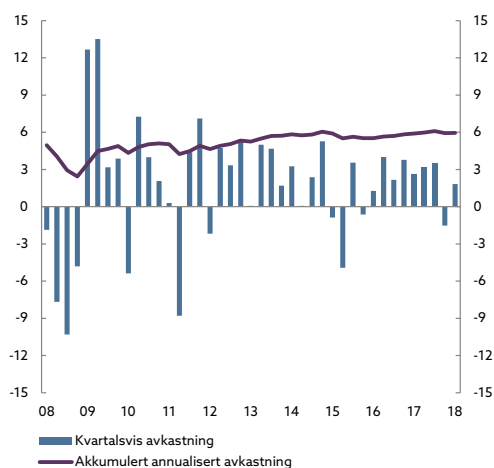
Avkastningen på fondet måles mot en referanseindeks som er fastsatt av Finansdepartementet og består av en delindeks for aksjer og en delindeks for obligasjoner. Referanseindeksen fungerer som en overordnet ramme for markeds- og valutarisiko i forvaltningen og som en målestokk mot markedsindekser og fondets avkastning. For aksjer tar indeksen utgangspunkt i den globale All Cap-indeksen fra FTSE Group. Aksjedelen av fondets referanseindeks hadde 0,8 prosentpoeng lavere avkastning enn FTSE Global All Cap-indeksen, eksklusive Norge. En lavere vekt av amerikanske aksjer og en høyere vekt av europeiske aksjer enn i All Cap-indeksen bidro negativt. For obligasjoner er indekser fra Bloomberg Barclays Indices utgangspunktet.

Obligasjonsdelen av fondets referanseindeks hadde en avkastning på linje med Bloomberg Barclays Global Aggregate-indeksen, eksklusive norske kroner og utstedere.

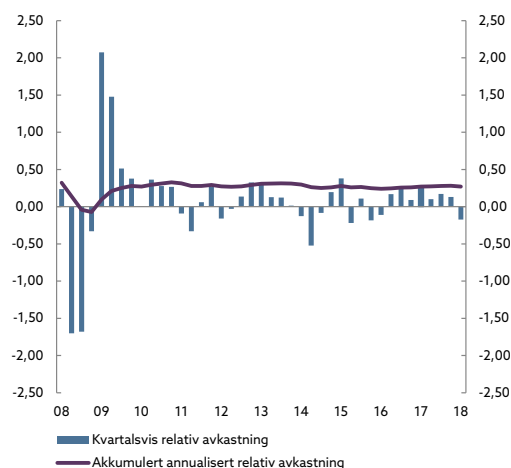
I andre kvartal var fondets avkastning 0,2 prosentpoeng lavere enn avkastningen på referanseindeksen fra Finansdepartementet.

Fondet investerer i børsnoterte aksjer, obligasjoner og unotert eiendom. Når vi kjøper eiendom, selger vi obligasjoner og aksjer i et forhold som holder valutarisikoen uendret. Det settes egne referanseindekser for aksje- og renteforvaltningen som er justert for obligasjoner og aksjer som er solgt for å finansiere eiendomsforvaltningen. Dette muliggjør en helhetlig risikostyring av fondet. I forvaltningen er unoterte og noterte eiendomsinvesteringer forvaltet som en samlet strategi for eiendom.

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



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



Den relative avkastningen brytes ned på forvaltningsområdene aksje-, rente- og eiendomsforvaltning, samt en allokeringseffekt mellom disse.

Aksjeforvaltningen bidro med -0,16 prosentpoeng til fondets relative avkastning i andre kvartal. Aksjer innenfor sektorene konsumvarer, olje og gass og industri bidro mest negativt til mindreavkastningen i kvartalet, mens materialsektoren bidro mest positivt. Fordelt på land var det aksjeinvesteringer i Australia og Kina som bidro mest til det negative relative resultatet, mens tyske aksjer bidro mest positivt. I tillegg bidro en overvekt i investeringer i verdiselskaper negativt i kvartalet.

Renteforvaltningen bidro med -0,04 prosentpoeng til fondets relative avkastning. Høyere rentenivå og svakere valutakurs i fremvoksende land som Brasil, Sør-Afrika og Tyrkia, hvor fondet er investert mer enn fondets referanseindeks, bidro mest negativt til forvaltningens negative relative avkastning.

Eiendomsforvaltningen bidro med 0,03 prosentpoeng til fondets relative avkastning i andre kvartal, målt mot aksjene og obligasjonene som utgjør finansieringen til eiendomsforvaltningen. Både de unoterte og de noterte eiendomsinvesteringene bidro til meravkastningen.

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

Fondets relative avkastning kan også brytes ned på aktivaklasser, der børsnoterte eiendomsinvesteringer er inkludert i aksjeinvesteringene og investeringene i unotert eiendom måles mot referanseindeksen fra Finansdepartement. Brutt ned på denne måten bidro aksjeinvesteringene med -0,17 prosentpoeng, renteinvesteringene med -0,04 prosentpoeng og de unoterte eiendomsinvesteringene med 0,00 prosentpoeng til fondets relative avkastning. Allokeringseffekten mellom aktivaklassene var 0,04.

RISIKO

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

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

	Totalt
Aksjeforvaltningen	-0,16
Renteforvaltningen	-0,04
Eiendomsforvaltningen	0,03
Allokeringseffekt	0,01
Totalt	-0,17

Forventet absolutt volatilitet for fondet, beregnet ved det statistiske målet standardavvik, bruker tre års prishistorikk for å anslå hvor mye den årlige avkastningen på fondets investeringer normalt kan forventes å svinge. Ved utgangen av andre kvartal var fondets forventede absolutte volatilitet på 9,3 prosent, eller om lag 770 milliarder kroner, mot 9,9

prosent ved inngangen til kvartalet. Nedgangen skyldes hovedsakelig mindre prissvingninger i aksjemarkedene.

Vi investerer i eiendom for å skape en bedre diversifisert portefølje. Vi forventer at eiendomsinvesteringene vil ha en annen avkastningsprofil enn aksjer og obligasjoner

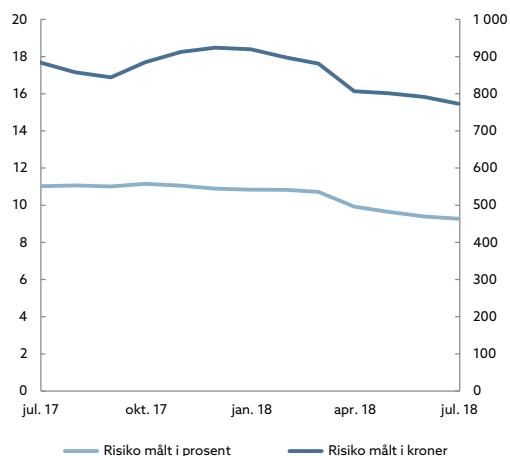
Tabell 9 Risiko og eksponering for fondet

Grenser fastsatt av Finansdepartementet		30.06.2018
Allokering	Aksjeporteføljen 50–80 prosent av fondet ¹	66,7
	Unotert eiendom inntil 7 prosent av fondet	2,6
	Obligasjonsporteføljen 20–50 prosent av fondet ¹	31,6
Markedsrisiko	1,25 prosentpoeng forventet relativ volatilitet for fondets investeringer	0,3
Kredittrisiko	Inntil 5 prosent av renteinvesteringene kan ha lavere kredittvurdering enn kategori BBB-	2,2
Eierandel	Maksimalt 10 prosent av stemmeberettigede aksjer i et børsnotert selskap i aksjeporteføljen ²	9,6

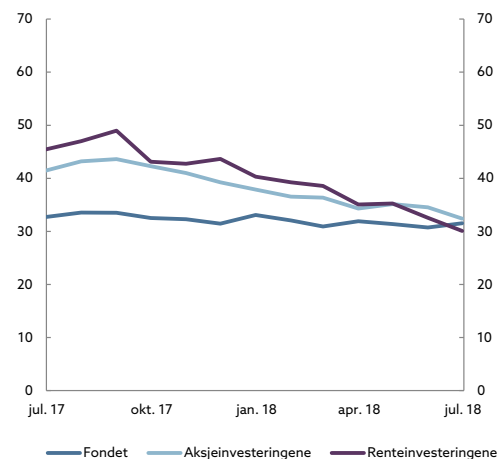
¹ Derivat er avbildet med den underliggende økonomiske eksponeringen.

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

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



Figur 9 Forventet relativ volatilitet for fondet. Basispunkter



både på kort og på lengre sikt. Den relative risikoen dette innebærer, vil gi seg utslag i beregningene av forventet relativ volatilitet i forvaltningen. Siden det ikke finnes daglige priser for våre eiendomsinvesteringer, benytter vi en modell levert av MSCI for å beregne risikoen for fondets unoterte eiendomsinvesteringer.

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

Hovedstyret i Norges Bank har satt en grense for forventet ekstremavviksrisiko mellom avkastningen på fondet og tilhørende referanseindeks. Forvaltningen skal legges opp slik at forventet negativ relativ avkastning i ekstreme situasjoner ikke skal overstige 3,75 prosentpoeng. Ved utgangen av andre kvartal var ekstremavviksrisikoen på 1,43 prosentpoeng.

Operasjonell risikostyring

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

Vi anslår hvert kvartal hvor store tap eller gevinster vi vil kunne få på ett års sikt som følge av uønskede operasjonelle hendelser i og rundt forvaltningen. Anslaget er basert på hendelser som har inntruffet og en vurdering av fremtidig risiko, og representerer fondets beregnede operasjonelle risikoeksponering. Anslaget representerer fondets beregnede operasjonelle risikoeksponering. I andre kvartal var den estimerte operasjonelle risikoeksponeringen innenfor styrets risikotoleranse. I kvartalet ble det registrert 130 uønskede operasjonelle hendelser. Samlet sett ga hendelsene en estimert finansiell effekt på 4,0 millioner kroner.

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

ANSVARLIG FORVALTNING

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

Standardsetting

I løpet av kvartalet deltok vi i fire offentlige høringer. Vi deltok i en høring om kravene for notering ved børsen i Singapore. Vi mener at innføringen av en ny struktur med to klasser av stemmeberettigede aksjer, hvor den ene aksjeklassen har flere stemmer enn den andre, kan føre til en svekkelse av rettighetene til minoritetsaksjonærer.

Vi deltok i en høring om stemmerett i MSCI-indeksen. Vi mener at ulik stemmerett kan påvirke investorers evne til å utøve eierskap i selskaper.

Videre deltok vi i høringen om Japans retningslinjer for god selskapsstyring og etableringen av retningslinjer for investorer og selskapsdialog. Vi mener at disse retningslinjene vil være til nytte for både investorer og selskaper. Vi ønsker velkommen en større andel uavhengige styremedlemmer og støttet forslaget om at de skal ha en rolle i avlønnings- og nominasjonskomiteer.

Vi deltok også i en høring i Europakommisjonen om informasjonsutveksling knyttet til utøvelse av aksjonærrettigheter. Stemmegivning er av stor betydning for aktive eiere, og vi etterlyser ytterligere harmonisering av EU-regler for å gjøre det enklere for aksjonærer å bruke stemmeretten.

Eierskapsutøvelse

Andre kvartal er høysesong for stemmegivning. Vi stemte ved 6 975 generalforsamlinger i andre kvartal. Dette utgjør om lag to tredjedeler av stemmegivningen i løpet av året. Stemmegivning er et av de viktigste virkemidlene vi har for å utøve eierrettighetene våre. I løpet av kvartalet vurderte og stemte vi på 80 082 forslag.

Vi publiserte fem stemmeintensjoner i løpet av kvartalet. Vi offentliggjør stemmeintensjoner for noen prinsipielle forhold vi legger særs kilt vekt på i forkant av generalforsamlingen for utvalgte selskaper.

Vi annonserte støtte til det foreslåtte rammeverket for avlønning av ledelsen i Weir Group Plc. Rammeverket var i hovedsak i tråd med vår offentlige posisjon om avlønning av administrerende direktør og vil etter vårt syn øke åpenheten rundt den totale godtgjørelsen og styrke samsvaret mellom de langsiktige interessene til ledelsen og aksjonærene.

Vi annonserte vår forhåndsstøtte til individuelle valg av styremedlemmer i Boliden AB. Selskapet fremla for første gang styrevalgene som selvstendige resolusjoner for hver enkelt styrekandidat. Etter vårt syn vil individuell stemmetelling, og dermed mulighet for å

uttrykke støtte til hvert enkelt styremedlem, bidra til at styret i større grad står til ansvar overfor aksjonærene.

Vi støttet aksjonærforslaget om klimarapportering i TransCanada Corporation og berømmet styrets vilje til å støtte forslaget og deres forpliktelse til å forbedre klimarapporteringen.

Vi støttet også aksjonærforslaget om rapportering av vannforvaltningen i Imperial Oil Ltd. Vi mente offentlig rapportering av relevant fysisk, regulatorisk og omdømmerelatert vannrisiko, samt relaterte tiltak, vil øke åpenheten og ansvarligheten i selskapets vannforvaltning.

Vi støttet dessuten aksjonærforslaget som ba Kinder Morgan Inc om en separat rapport om metanutslipp. Vi formidlet forventningen vår om at selskaper involvert i aktiviteter som leder til klimagassutslipp, inkludert metan, har en strategi for overgangen til et energisystem med lavere utslipp, samt at de overvåker og rapporterer om utslipp.

Bærekraftig investering

I løpet av kvartalet ble vi medlem av FN-plattformen for bærekraftig havbruk. Plattformen skal utvikle et rammeverk om hav og marine ressurser for næringslivet ved å legge til rette for samarbeid og bidra til ny informasjon om hav og bærekraft. Målet vårt er å bidra til kunnskapsbygging og et globalt rammeverk som kan hjelpe selskapene i vår portefølje med å redusere risikoen og utnytte mulighetene som ligger i bærekraftig bruk av havet.

Vi har støttet et treårig forskningsprosjekt ved Columbia Water Center ved Columbia University for å vurdere vann- og miljørisiko i gruveindustrien og de finansielle konsekvensene av dette. Prosjektet ble avsluttet i år, og universitetet publiserte en oppsummeringsrapport i løpet av kvartalet. Columbia har også utviklet et modelleringsverktøy for å understøtte gruveselskapers og investors vurderinger av de finansielle konsekvensene av vannrisiko. Modellene er åpne og tilgjengelige for allmennheten.

Hovedtall

Tabell 10 Avkastningstall. Målt i fondets valutakurv. Prosent

	2. kv. 2018	1. kv. 2018	4. kv. 2017	3. kv. 2017	2. kv. 2017	Hittil i år 30.06.2018
FTSE Global All Cap indeks ¹	3,76	-2,23	5,33	3,92	2,16	1,45
Aksjedelen av fondets referanseindeks	2,95	-2,26	4,68	4,30	2,99	0,63
Fondets aksjeinvesteringer	2,70	-2,22	4,96	4,31	3,37	0,42
Bloomberg Barclays Global Aggregate indeks ¹	0,13	-0,04	0,52	0,46	0,50	0,10
Obligasjonsdelen av fondets referanseindeks	0,11	-0,44	0,65	0,70	1,09	-0,33
Fondets renteinvesteringer	-0,02	-0,37	0,53	0,85	1,12	-0,39
Fondets unoterte eiendomsinvesteringer	1,85	2,50	1,97	2,68	2,05	4,40
Fondets samlede avkastning	1,83	-1,53	3,49	3,15	2,60	0,27
Fondets relative avkastning (prosentpoeng)	-0,17	0,13	0,17	0,10	0,28	-0,04
Forvaltningskostnader	0,02	0,02	0,01	0,01	0,02	0,03
Fondets avkastning etter forvaltningskostnader	1,82	-1,55	3,47	3,14	2,59	0,24

¹ Eksklusive verdipapirer klassifisert som norske og verdipapirer utstedt i norske kroner, i henhold til Finansdepartementets indekser for aksjer og obligasjoner.

Tabell 11 Historiske nøkkeltall per 30. juni 2018. Annualiserte tall målt i fondets valutakurv

	Siden 01.01.1998	Siste 10 år	Siste 5 år	Siste 3 år	Siste 12 måneder
Fondets avkastning (prosent)	5,95	7,00	8,16	6,26	7,04
Årlig prisvekst (prosent)	1,80	1,55	1,40	1,55	2,30
Årlige forvaltningskostnader (prosent)	0,08	0,08	0,06	0,06	0,06
Fondets netto realavkastning (prosent)	3,99	5,29	6,60	4,57	4,57
Fondets faktiske standardavvik (prosent)	7,28	8,76	5,83	6,14	4,38
Fondets relative avkastning (prosentpoeng) ¹	0,27	0,21	0,15	0,21	0,24
Fondets faktiske relative volatilitet (prosentpoeng) ¹	0,68	0,85	0,35	0,33	0,30
Fondets informasjonsrate (IR) ^{1,2}	0,41	0,29	0,40	0,61	0,75

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

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

Tabell 12 Nøkkeltall. Milliarder kroner

	2. kv. 2018	1. kv. 2018	4. kv. 2017	3. kv. 2017	2. kv. 2017
Markedsverdi					
Aksjeinvesteringer	5 566	5 376	5 653	5 242	5 225
Unoterte eiendomsinvesteringer	220	217	219	199	199
Renteinvesteringer	2 551	2 532	2 616	2 511	2 597
Fondets markedsverdi ¹	8 337	8 124	8 488	7 952	8 020
Påløpt, ikke betalt, forvaltningsgodtgjøring ¹	-3	-1	-5	-3	-2
Eiers kapital ¹	8 335	8 123	8 484	7 949	8 018
Tilførsel/uttak av kapital²					
Utbetalt forvaltningsgodtgjøring ²	0	-5	0	0	0
Fondets avkastning	167	-171	337	192	202
Endring som følge av svingninger i kronekursen	47	-183	214	-250	-32
Endring i markedsverdien	213	-364	536	-68	153
Verdiutvikling f.o.m. første tilførsel i 1996					
Samlet tilførsel av kapital ³	3 328	3 328	3 337	3 351	3 360
Avkastning av aksjeinvesteringer	3 059	2 892	3 062	2 747	2 576
Avkastning av unoterte eiendomsinvesteringer	62	58	53	49	44
Avkastning av renteinvesteringer	1 027	1 031	1 037	1 019	1 001
Samlet forvaltningsgodtgjøring ⁴	-42	-41	-39	-38	-37
Endring som følge av svingninger i kronekursen	904	857	1 040	826	1 076
Fondets markedsverdi	8 337	8 124	8 488	7 952	8 020
Samlet avkastning	4 147	3 980	4 151	3 814	3 622
Samlet avkastning etter forvaltningskostnader	4 105	3 939	4 111	3 776	3 585

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

² Utbetalt forvaltningsgodtgjøring er spesifisert på egen linje og ikke inkludert under Tilførsel/uttak av kapital.

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

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

Regnskaps- rapportering

Regnskap

Sammendratt delårsrapportering

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

Noter

Noter til sammendratt delårsrapportering

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

Revisor

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

Resultatregnskap

Beløp i millioner kroner	Note	2. kvartal 2018	2. kvartal 2017	Hittil i år 30.06.2018	Hittil i år 30.06.2017	2017
Resultat fra porteføljen før gevinst/tap valuta						
Inntekt/kostnad fra:						
- Aksjer	4	167 545	173 700	-2 436	447 864	933 501
- Obligasjoner	4	-3 781	26 689	-10 084	46 271	81 410
- Unotert eiendom	6	3 989	2 825	8 797	5 500	14 237
- Finansielle derivater	4	607	-247	1 538	683	278
- Utlån med sikkerhetsstillelse		1 491	951	2 812	1 816	3 532
- Innlån med sikkerhetsstillelse		-445	-55	-849	-11	-345
Skattekostnad		-2 245	-2 261	-3 184	-3 288	-4 796
Renteinntekt/kostnad		-5	-2	-3	-11	-16
Annen inntekt/kostnad		-5	-3	-2	-6	-11
Porteføljeresultat før gevinst/tap valuta		167 152	201 597	-3 410	498 818	1 027 790
Gevinst/tap valuta	9	47 171	-32 358	-135 496	50 647	14 701
Porteføljeresultat		214 323	169 239	-138 906	549 465	1 042 492
Forvaltningsgodtgjøring	10	-1 138	-1 276	-2 508	-2 453	-4 728
Resultat og totalresultat		213 184	167 963	-141 414	547 012	1 037 764

Balanse

Beløp i millioner kroner	Note	30.06.2018	31.12.2017
Eiendeler			
Innskudd i banker		13 021	11 027
Utlån med sikkerhetsstillelse		167 463	185 046
Avgitt kontantsikkerhet		666	1 894
Uoppgjorte handler		29 186	13 389
Aksjer	5	5 088 128	5 250 871
Utlånte aksjer	5	486 546	411 664
Obligasjoner	5	2 083 422	2 080 061
Utlånte obligasjoner	5	537 413	591 277
Unotert eiendom	6	217 827	217 160
Finansielle derivater	5	4 594	9 025
Andre eiendeler		4 901	3 219
Sum eiendeler		8 633 167	8 774 633
Gjeld og eiers kapital			
Gjeld			
Innlån med sikkerhetsstillelse		244 339	260 136
Mottatt kontantsikkerhet		6 423	5 804
Uoppgjorte handler		42 968	15 905
Finansielle derivater	5	2 124	3 919
Annen gjeld		42	415
Skyldig forvaltningsgodtgjøring	10	2 508	4 728
Sum gjeld		298 404	290 907
Eiers kapital		8 334 763	8 483 727
Sum gjeld og eiers kapital		8 633 167	8 774 633

Kontantstrømoppstilling

Beløp i millioner kroner, innbetaling (+) / utbetaling (-)	Hittil i år 30.06.2018	Hittil i år 30.06.2017	2017
Operasjonelle aktiviteter			
Innbetaling av utbytte fra aksjer	85 010	75 091	128 293
Innbetaling av renter fra obligasjoner	34 879	38 471	73 575
Innbetaling av renter og utbytte fra datterselskaper unotert eiendom	2 956	1 758	3 869
Netto innbetaling av renter og honorar fra utlån og innlån med sikkerhetsstillelse	1 846	1 635	3 426
<i>Innbetalinger av utbytte, renter og honorar fra beholdninger i aksjer, obligasjoner og unotert eiendom</i>	<i>124 691</i>	<i>116 955</i>	<i>209 163</i>
Netto kontantstrøm ved kjøp og salg av aksjer	-75 425	-91 488	-141 382
Netto kontantstrøm ved kjøp og salg av obligasjoner	-43 242	9 767	17 878
Netto kontantstrøm til/fra investeringer i datterselskaper unotert eiendom	1 569	-4 383	-17 234
Netto kontantstrøm finansielle derivater	7 551	-3 047	-4 886
Netto kontantstrøm kontantsikkerhet ved derivatransaksjoner	1 390	225	2 754
Netto kontantstrøm utlån og innlån med sikkerhetsstillelse	1 657	17 927	-21
Netto utbetaling av skatt	-4 487	-5 486	-6 786
Netto kontantstrøm knyttet til renter på innskudd i banker og kassekreditt	-9	-73	-84
Netto kontantstrøm knyttet til annen inntekt/kostnad, andre eiendeler og annen gjeld	-207	-1 490	-857
Utbetaling forvaltningsgodtgjøring til Norges Bank ¹	-4 728	-3 731	-3 731
Netto innbetaling/utbetaling fra operasjonelle aktiviteter	8 760	35 176	54 813
Finansieringsaktiviteter			
Tilførsel fra den norske stat ²	1 762	-	-
Uttak fra den norske stat ²	-9 799	-36 185	-60 837
Netto innbetaling/utbetaling fra finansieringsaktiviteter	-8 037	-36 185	-60 837
Netto endring i kontanter			
Innskudd i banker per 1. januar	11 027	17 759	17 759
Netto økning/reduksjon av kontanter i perioden	723	-1 009	-6 024
Netto gevinst/tap valuta på kontanter	1 271	-477	-708
Innskudd i banker per periodens slutt	13 021	16 273	11 027

¹ Forvaltningsgodtgjøring som fremkommer i *Kontantstrømoppstillingen* for en periode er oppgjør av godtgjøring påløpt og resultatført i forrige år.

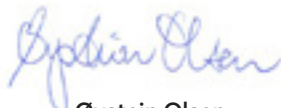
² *Tilførsel/uttak* inkluderer her kun de overføringer som er gjort opp i perioden (kontantprinsippet). Tilførsel/uttak i *Oppstilling av endringer i eiers kapital* er basert på opptjent tilførsel/uttak.

Oppstilling av endringer i eiers kapital

Beløp i millioner kroner	Tilført fra eier	Opptjente resultater	Sum eiers kapital
1. januar 2017	3 393 340	4 113 423	7 506 763
Totalresultat	-	547 012	547 012
Uttak i perioden ¹	-36 000	-	-36 000
30. juni 2017	3 357 340	4 660 435	8 017 775
1. juli 2017	3 357 340	4 660 435	8 017 775
Totalresultat	-	490 752	490 752
Uttak i perioden	-24 800	-	-24 800
31. desember 2017	3 332 540	5 151 187	8 483 727
1. januar 2018	3 332 540	5 151 187	8 483 727
Totalresultat	-	-141 414	-141 414
Tilførsel i perioden ¹	1 850	-	1 850
Uttak i perioden ¹	-9 400	-	-9 400
30. juni 2018	3 324 990	5 009 773	8 334 763

¹ I de to første kvartalene av 2018 ble netto 12,3 milliarder kroner trukket fra kronekontoen. Av dette ble 4,7 milliarder kroner benyttet til å betale skyldig forvaltningsgodtgjøring for 2017. I de to første kvartalene av 2017 ble 39,7 milliarder kroner trukket fra kronekontoen. Av dette ble 3,7 milliarder kroner benyttet til å betale skyldig forvaltningsgodtgjøring for 2016.

Oslo, 15. august 2018
Norges Banks hovedstyre



Øystein Olsen
Leder for hovedstyret



Jon Nicolaisen
Første nestleder for hovedstyret



Egil Matsen
Andre nestleder for hovedstyret



Kristine Ryssdal
Styremedlem



Kjetil Storesletten
Styremedlem



Karen Helene Ulltveit-Moe
Styremedlem



Kathryn Moore Baker
Styremedlem



Steinar Juel
Styremedlem

Norges Bank Investment Management



Yngve Slyngstad
Leder for Norges Bank Investment Management

Noter til regnskapsrapportering

Note 1 Generell Informasjon

INNLEDNING

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

SPU skal støtte statlig sparing for finansiering av fremtidige utgifter og underbygge langsiktige hensyn ved bruk av Norges petroleumsinntekter. Stortinget har fastsatt rammene i lov om Statens pensjonsfond, og Finansdepartementet har det formelle ansvaret for fondets forvaltning. SPU forvaltes av Norges Bank på vegne av Finansdepartementet i henhold til lov om Statens pensjonsfond § 2 annet ledd og mandat for forvaltning av Statens pensjonsfond utland fastsatt av Finansdepartementet. Hovedstyret i Norges Bank har delegert gjennomføringen av forvaltningsoppgavet 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 aksjer, rentepapirer og fast eiendom. SPU er i sin helhet investert utenfor Norge.

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

GODKJENNING AV KVARTALSREGNSKAPET

Kvartalsregnskapet til Norges Bank for andre kvartal 2018, som kun omfatter regnskapsrapporteringen for SPU, ble godkjent av hovedstyret 15. august 2018.

Note 2 Regnskapsprinsipper

GRUNNLAG FOR UTARBEIDELSE AV KVARTALSREGNSKAPET

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

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

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

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

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

BRUK AV ESTIMATER OG SKJØNNSMESSIGE VURDERINGER

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

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

Note 3 Avkastning per aktivaklasse

Tabell 3.1 Avkastning per aktivaklasse

	2. kvartal 2018	1. kvartal 2018	4. kvartal 2017	3. kvartal 2017	2. kvartal 2017	Hittil i år 30.06.2018
Avkastning målt i fondets valutakurv						
Aksjeinvesteringenes avkastning (prosent)	2,70	-2,22	4,96	4,31	3,37	0,42
Renteinvesteringenes avkastning (prosent)	-0,02	-0,37	0,53	0,85	1,12	-0,39
Unotert eiendoms avkastning (prosent)	1,85	2,50	1,97	2,68	2,05	4,40
Fondets avkastning (prosent)	1,83	-1,53	3,49	3,15	2,60	0,27
Fondets relative avkastning (prosentpoeng)	-0,17	0,13	0,17	0,10	0,28	-0,04
Avkastning målt i norske kroner (prosent)						
Aksjeinvesteringenes avkastning	3,52	-4,84	8,45	0,40	2,92	-1,49
Renteinvesteringenes avkastning	0,77	-3,03	3,87	-2,93	0,68	-2,29
Unotert eiendoms avkastning	2,66	-0,24	5,36	-1,16	1,61	2,42
Fondets avkastning	2,64	-4,16	6,92	-0,71	2,15	-1,63

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

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

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

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

Tabell 4.1 Spesifikasjon av Inntekt/kostnad fra aksjer

Beløp i millioner kroner	2. kvartal 2018	2. kvartal 2017	Hittil i år 30.06.2018	Hittil i år 30.06.2017	2017
Utbytte	57 669	49 774	87 835	78 484	128 846
Realisert gevinst/tap	49 855	77 386	127 633	146 127	233 652
Urealisert gevinst/tap	60 021	46 540	-217 904	223 253	571 003
Inntekt/kostnad fra aksjer før gevinst/tap valuta	167 545	173 700	-2 436	447 864	933 501

Tabell 4.2 Spesifikasjon av Inntekt/kostnad fra obligasjoner

Beløp i millioner kroner	2. kvartal 2018	2. kvartal 2017	Hittil i år 30.06.2018	Hittil i år 30.06.2017	2017
Renter	17 215	18 287	33 661	36 631	71 811
Realisert gevinst/tap	-1 691	3 375	-5 711	3 624	9 283
Urealisert gevinst/tap	-19 305	5 027	-38 034	6 016	316
Inntekt/kostnad fra obligasjoner før gevinst/tap valuta	-3 781	26 689	-10 084	46 271	81 410

Tabell 4.3 Spesifikasjon av Inntekt/kostnad fra finansielle derivater

Beløp i millioner kroner	2. kvartal 2018	2. kvartal 2017	Hittil i år 30.06.2018	Hittil i år 30.06.2017	2017
Utbytte	-	52	6	72	140
Renter	49	-51	311	-1 396	-1 933
Realisert gevinst/tap	459	191	1 039	168	128
Urealisert gevinst/tap	99	-439	182	1 839	1 943
Inntekt/kostnad fra finansielle derivater før gevinst/tap valuta	607	-247	1 538	683	278

Note 5 Beholdninger av aksjer, obligasjoner og finansielle derivater

Tabell 5.1 Aksjer

Beløp i millioner kroner	30.06.2018		31.12.2017	
	Virkelig verdi inkl. utbytte	Opptjent utbytte	Virkelig verdi inkl. utbytte	Opptjent utbytte
Aksjer	5 574 674	8 935	5 662 535	6 111
Sum aksjer	5 574 674	8 935	5 662 535	6 111
<i>Herav utlånte aksjer</i>	<i>486 546</i>		<i>411 664</i>	

Tabell 5.2 Obligasjoner

Beløp i millioner kroner	Nominell verdi	30.06.2018		Nominell verdi	31.12.2017	
		Virkelig verdi inkl. opptjente renter	Opp-tjente renter		Virkelig verdi inkl. opptjente renter	Opp-tjente renter
Statsobligasjoner	1 315 067	1 438 042	10 225	1 304 201	1 458 828	10 712
Statsrelaterte obligasjoner	311 133	319 348	1 861	305 185	316 787	1 938
Realrente obligasjoner	103 899	121 626	390	112 513	131 125	375
Selskapsobligasjoner	609 688	608 135	5 618	610 017	631 957	5 960
Pantesikrede obligasjoner	141 467	133 685	688	139 275	132 642	1 013
Sum obligasjoner	2 481 253	2 620 835	18 781	2 471 191	2 671 338	19 999
<i>Herav utlånte obligasjoner</i>		<i>537 413</i>			<i>591 277</i>	

Tabell 5.3 Finansielle derivater

Beløp i millioner kroner	Pålydende verdi	30.06.2018		Pålydende verdi	31.12.2017	
		Virkelig verdi Eiendel	Gjeld		Virkelig verdi Eiendel	Gjeld
Valutaderivater	308 676	3 564	1 490	252 601	770	2 687
Rentederivater	34 692	832	634	34 225	1 304	1 232
Aksjederivater	1 134	198	-	7 379	6 951	-
Sum finansielle derivater	344 502	4 594	2 124	294 205	9 025	3 919

Note 6 Unotert eiendom

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

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

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

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

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

Tabell 6.1 Inntekt/kostnad fra unotert eiendom

Beløp i millioner kroner	2. kvartal 2018	2. kvartal 2017	Hittil i år 30.06.2018	Hittil i år 30.06.2017	2017
Innbetaling av utbytte	823	566	1 622	953	2 057
Innbetaling av renter	1 085	445	1 334	805	1 812
Urealisert gevinst/tap	2 081	1 814	5 841	3 742	10 368
Inntekt/kostnad fra unotert eiendom før gevinst/tap valuta	3 989	2 825	8 797	5 500	14 237

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

Tabell 6.2 Balanseendringer unotert eiendom

Beløp i millioner kroner	30.06.2018	31.12.2017
Unotert eiendom, inngående balanse for perioden	217 160	188 469
Utbetaling til nye investeringer ¹	478	14 771
Utbetaling til eksisterende investeringer ¹	548	5 167
Innbetaling fra eksisterende investeringer ¹	-2 595	-2 704
Urealisert gevinst/tap	5 841	10 368
Valutaeffekt ved omregning til norske kroner	-3 606	1 089
Unotert eiendom, utgående balanse for perioden	217 827	217 160

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

UNDERLIGGENDE EIENDOMSSKAPER

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

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

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

Tabell 6.3 Netto inntekt underliggende eiendomsselskaper

Beløp i millioner kroner	2. kvartal 2018	2. kvartal 2017	Hittil i år 30.06.2018	Hittil i år 30.06.2017	2017
Netto leieinntekter	2 197	2 121	4 492	4 134	8 579
Realisert gevinst/tap	239	7	169	15	199
Virkelig verdiendringer – bygninger ¹	1 649	1 233	4 830	2 555	8 375
Virkelig verdiendringer – gjeld ¹	18	-32	258	-220	-420
Virkelig verdiendringer – andre eiendeler og forpliktelser ¹	333	-100	-49	-157	-461
Transaksjonskostnader	-34	-31	-74	-47	-324
Rentekostnader eksternt gjeld	-128	-146	-251	-307	-626
Betalbar skatt	-91	-53	-144	-65	-140
Eksternt eiendomsforvaltning – faste honorarer ²	-127	-114	-264	-233	-482
Eksternt eiendomsforvaltning – variable honorarer ²	-8	-6	-52	-76	-248
Intern eiendomsforvaltning – faste honorarer ³	-9	-7	-19	-15	-32
Driftskostnader innenfor rammen fra Finansdepartementet ⁴	-25	-22	-44	-38	-97
Andre driftskostnader	-25	-24	-55	-45	-88
Netto inntekt underliggende eiendomsselskaper	3 989	2 825	8 797	5 500	14 237

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

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

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

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

Tabell 6.4 Eiendeler og forpliktelser underliggende eiendomsselskaper

Beløp i millioner kroner	30.06.2018	31.12.2017
Bygninger	234 830	235 507
Eksternt gjeld	-17 170	-17 694
Netto andre eiendeler og forpliktelser ¹	167	-653
Sum eiendeler og forpliktelser underliggende eiendomsselskaper	217 827	217 160

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

AVTALER OM KJØP OG SALG AV EIENDOM

Ved kjøp og salg av eiendom vil det normalt være en tidsperiode mellom avtaleinngåelse og gjennomføring av transaksjonen. I de underliggende eiendomsselskapene innregnes

eller fraregnes eiendommer den datoen kontroll over eiendommen overdras. Dette vil normalt være tidspunktet vederlaget overføres og transaksjonen gjennomføres. Transaksjoner blir normalt annonsert ved avtaleinngåelsen.

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

Tabell 6.5 Annonserte avtaler om kjøp og salg av eiendom¹

Type	Eiendomsadresse	By	Eierandel i prosent	Valuta	Pris millioner i oppgitt valuta ²	Annonsert kvartal	Forventet gjennomføring
Kjøp	Schützenstrasse 26	Berlin	100,0	EUR	425	3. kv. 2017	4. kv. 2019

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

² Oppgitt pris er for SPU's andel.

Note 7 Måling til virkelig verdi

INNLEDNING

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

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



VESENTLIG ESTIMAT

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

HIERARKIET FOR VIRKELIG VERDI

Tabell 7.1 Investeringer på nivåer for verdsettelsesusikkerhet

Beløp i millioner kroner	Nivå 1		Nivå 2		Nivå 3		Totalt	
	30.06.2018	31.12.2017	30.06.2018	31.12.2017	30.06.2018	31.12.2017	30.06.2018	31.12.2017
Aksjer	5 537 636	5 616 897	27 349	34 265	9 689	11 373	5 574 674	5 662 535
Statsobligasjoner	1 405 755	1 417 376	32 287	41 452	-	-	1 438 042	1 458 828
Statsrelaterte obligasjoner	274 545	271 415	42 535	43 151	2 268	2 221	319 348	316 787
Realrenteobligasjoner	116 862	126 023	4 764	5 102	-	-	121 626	131 125
Selskapsobligasjoner	583 865	597 276	24 102	34 572	168	109	608 135	631 957
Pantesikrede obligasjoner	117 775	113 337	15 910	18 863	-	442	133 685	132 642
Sum obligasjoner	2 498 802	2 525 427	119 598	143 140	2 436	2 772	2 620 835	2 671 338
Finansielle derivater (eiendeler)	89	120	4 505	8 905	-	-	4 594	9 025
Finansielle derivater (gjeld)	-	-	-2 124	-3 919	-	-	-2 124	-3 919
Sum finansielle derivater	89	120	2 381	4 986	-	-	2 470	5 106
Unotert eiendom	-	-	-	-	217 827	217 160	217 827	217 160
Annet ¹	-	-	-78 535	-67 685	-	-	-78 535	-67 685
Totalt	8 036 527	8 142 444	70 793	114 706	229 952	231 305	8 337 271	8 488 454
Totalt (prosent)	96,4	95,9	0,8	1,4	2,8	2,7	100,0	100,0

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

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

Aksjer

Målt som en andel av total verdi er tilnærmet alle aksjer (99,3 prosent) verdsatt basert på offisielle sluttkurser fra børs og klassifisert som nivå 1. Et mindre antall aksjer (0,5 prosent) er klassifisert som nivå 2. Dette er hovedsakelig aksjer hvor handel nylig er suspendert og ikke-likvide beholdninger som ikke handles daglig.

Noen få beholdninger (0,2 prosent), som ikke er notert, eller hvor handel har vært suspendert over en lengre periode, har betydelig usikkerhet rundt estimeringen av virkelig verdi og er klassifisert som nivå 3. Én aksjeholdning med bindingstid, mottatt som kompensasjon i en sammenslåing av to selskaper i 2016, utgjør over 90 prosent av verdien av aksjer klassifisert som nivå 3. Bindingstiden medfører betydelig bruk av ikke-observerbare inndata i verdsettelsen.

Obligasjoner

Majoriteten av obligasjoner (95,3 prosent) er verdsatt basert på observerbare kurser i aktive markeder og er klassifisert som nivå 1. Et mindretall obligasjoner (4,6 prosent) er verdsatt basert på annen observerbar inndata enn noterte kurser som omfattes av nivå 1 og er klassifisert som nivå 2. Dette er beholdninger som ikke har et tilstrekkelig antall observerbare kurser, eller som er verdsatt basert på kurser til sammenlignbare obligasjoner omsatt i aktive markeder. Enkelte obligasjoner (0,1 prosent), som ikke har observerbare kurser, er klassifisert som nivå 3.

Unotert eiendom

Alle unoterte eiendomsinvesteringer er klassifisert som nivå 3, da modeller er brukt for å verdsette de underliggende eiendelene og forpliktelsene med utstrakt bruk av ikke-

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

BEVEGELSER MELLOM NIVÅER I HIERARKIET

Reklassifisering mellom nivå 1 og nivå 2

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

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

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

Tabell 7.2 Endringer i nivå 3-beholdninger

Beløp i millioner kroner	01.01.2018	Kjøp	Salg	Forfalte og innbetalte	Netto gevinst/tap	Overført til nivå 3	Overført fra nivå 3	Gevinst/tap valuta	30.06.2018
Aksjer	11 373	-	-339	-2	-671	233	-586	-319	9 689
Obligasjoner	2 772	60	-17	-88	-77	632	-796	-50	2 436
Unotert eiendom ¹	217 160	-1 569	-	-	5 841	-	-	-3 606	217 827
Totalt	231 305	-1 509	-356	-90	5 093	865	-1 382	-3 975	229 952

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

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

Den relative andelen av beholdninger klassifisert som nivå 3 er tilnærmet uendret fra årsslutt 2017. I absolutt verdi er nivå

3-beholdninger redusert med 1 353 millioner kroner fra årsslutt 2017.

SENSITIVITETSANALYSE FOR NIVÅ 3-BEHOLDNINGER

Tabell 7.3 Ytterligere spesifikasjon av nivå 3 og sensitiviteter

Beløp i millioner kroner	Spesifikasjon av nivå 3 per 30.06.2018	Sensitiviteter 30.06.2018		Spesifikasjon av nivå 3 per 31.12.2017	Sensitiviteter 31.12.2017	
		Ufordelaktige endringer	Fordelaktige endringer		Ufordelaktige endringer	Fordelaktige endringer
Aksjer	9 689	-2 009	2 009	11 373	-2 409	2 409
Statsrelaterte obligasjoner	2 268	-227	227	2 221	-222	222
Selskapsobligasjoner	168	-17	17	109	-11	11
Pantesikrede obligasjoner	-	-	-	442	-44	44
Sum obligasjoner	2 436	-244	244	2 772	-277	277
Unotert eiendom	217 827	-13 221	15 320	217 160	-12 969	14 988
Totalt	229 952	-15 474	17 573	231 305	-15 655	17 674

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

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

inntekter. Under en ufordelaktig endring vil en økning i avkastningskrav på 0,2 prosentpoeng, og en reduksjon i fremtidige leieinntekter på 2 prosent, redusere den unoterte eiendomsporteføljens verdi med om lag 6,1 prosent eller 13 221 millioner kroner. Under en fordelaktig endring vil en reduksjon i avkastningskrav på 0,2 prosentpoeng og en økning i fremtidige leieinntekter på 2 prosent øke den unoterte eiendomsporteføljens verdi med om lag 7,0 prosent eller 15 320 millioner kroner.

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

Note 8 Risiko

MARKEDSRISIKO

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

og den relative markedsrisikoen for plasseringer for SPU.

Aktivaklasse per land og valuta

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

Tabell 8.1 Fordeling per aktivaklasse, land og valuta

Aktivaklasse	Marked	Markedsverdi i prosent per land og valuta ¹		Markedsverdi i prosent per aktivaklasse		Eiendeler minus gjeld før forvaltningsgodtgjøring		
		30.06.2018	Marked	31.12.2017	30.06.2018	31.12.2017	30.06.2018	31.12.2017
Aksjer	Utviklet	88,9	Utviklet	89,0				
	USA	37,5	USA	35,4				
	Storbritannia	9,7	Storbritannia	9,7				
	Japan	8,9	Japan	9,1				
	Tyskland	5,6	Tyskland	6,1				
	Frankrike	5,1	Frankrike	5,1				
	Sum andre	22,2	Sum andre	23,6				
	Fremvoksende	11,1	Fremvoksende	11,0				
	Kina	4,1	Kina	3,6				
	Taiwan	1,7	Taiwan	1,6				
	India	1,1	India	1,2				
	Brasil	0,8	Brasil	0,9				
	Sør-Afrika	0,7	Sør-Afrika	0,7				
	Sum andre	2,8	Sum andre	3,0				
Sum aksjer					66,76	66,60	5 565 939	5 653 440
Obligasjoner	Utviklet	92,2	Utviklet	90,5				
	Amerikanske dollar	45,3	Amerikanske dollar	44,9				
	Euro	27,0	Euro	25,8				
	Japanske yen	7,2	Japanske yen	6,7				
	Britiske pund	4,5	Britiske pund	4,6				
	Kanadiske dollar	2,8	Kanadiske dollar	3,2				
	Sum andre	5,4	Sum andre	5,3				
	Fremvoksende	7,8	Fremvoksende	9,5				
	Meksikanske peso	1,8	Meksikanske peso	1,6				
	Sørkoreanske won	1,1	Sørkoreanske won	1,4				
	Indonesiske rupiah	0,9	Indonesiske rupiah	0,9				
	Indiske rupi	0,8	Indiske rupi	0,7				
	Malaysiske ringgit	0,6	Brasilianske real	0,7				
	Sum andre	2,6	Sum andre	4,1				
Sum obligasjoner					30,60	30,82	2 550 907	2 616 372
Unotert eiendom	USA	47,2	USA	46,2				
	Storbritannia	23,2	Storbritannia	23,5				
	Frankrike	16,0	Frankrike	16,6				
	Sveits	3,9	Sveits	3,9				
	Tyskland	3,6	Tyskland	3,5				
	Sum andre	6,1	Sum andre	6,3				
Sum unotert eiendom					2,64	2,58	220 425	218 643

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

Ved utgangen av andre kvartal var aksjeandelen i fondet 66,8 prosent, opp fra 66,6 prosent ved årsslutt 2017. Obligasjonsporteføljens andel av fondet var 30,6 prosent ved utgangen av andre kvartal, ned fra 30,8 prosent ved årsslutt 2017.

Volatilitet

Risikomodeller benyttes for å kvantifisere risiko for svingninger i verdi knyttet til hele eller deler av porteføljen. Ett av risikomålene er forventet volatilitet. Tabell 8.2 og 8.3 presenterer risiko både i form av porteføljens absolutte risiko og i form av fondets relative risiko målt mot sin referanseindeks.

Alle fondets investeringer, inkludert de unoterte eiendomsinvesteringene, er inkludert i beregning av forventet relativ volatilitet, og måles mot fondets referanseindeks bestående

av globale aksje- og obligasjonsindekser. Grensen for forventet relativ volatilitet for fondet er på 1,25 prosentpoeng.

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

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

Tabell 8.2 Porteføljrisiko, forventet volatilitet, prosent

	Forventet volatilitet, faktisk portefølje							
	30.06.2018	Min 2018	Maks 2018	Snitt 2018	31.12.2017	Min 2017	Maks 2017	Snitt 2017
Porteføljen	9,3	9,3	11,0	10,1	10,8	10,7	11,2	11,0
Aksjer	12,4	12,3	13,7	13,1	13,6	13,6	14,1	14,0
Obligasjoner	7,9	7,8	9,4	8,5	9,4	9,4	9,8	9,7
Unotert eiendom	10,3	10,3	11,9	11,1	12,0	11,9	12,7	12,5

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

	Forventet relativ volatilitet							
	30.06.2018	Min 2018	Maks 2018	Snitt 2018	31.12.2017	Min 2017	Maks 2017	Snitt 2017
Porteføljen	32	30	33	31	33	31	35	33

Risiko målt ved forventet volatilitet viser en forventet årlig verdisingning i fondet på 9,3 prosent, eller om lag 770 milliarder kroner, ved utgangen av andre kvartal, mot 10,8 prosent ved årsslutt 2017. Aksjeinvesteringenes forventede volatilitet var 12,4 prosent ved utgangen av andre kvartal mot 13,6 prosent ved årsslutt, mens renteinvesteringenes forventede volatilitet var 7,9 prosent mot 9,4 prosent ved utgangen av 2017. Nedgangen i den forventede volatiliteten hittil i år skyldes hovedsakelig mindre prissingninger i markedene for de siste tre årene enn det som var tilfellet ved utgangen av 2017.

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

Forventet ekstremavviksrisiko er et halerisiko-mål som måler forventet tap i ekstreme markedssituasjoner. Ekstremavviksrisikomålet gir et estimat på det forventede årlige tapet for et gitt konfidensnivå. Ved bruk av historiske simuleringer beregnes relative avkastninger på

dagens portefølje og referanseindeks på ukentlig basis siden januar 2007. Tidsperioden for simuleringene er i andre kvartal 2018 endret fra å være de ti siste årene til å være perioden fra og med januar 2007 til utløpet av siste regnskapsperiode. Ekstremavviksrisikoen ved 97,5 prosent konfidensnivå er gitt ved den annualiserte gjennomsnittlige relative avkastningen målt i valutakurven for de 2,5 prosent verste ukene.

Hovedstyret har fastsatt at fondet skal forvaltes slik at den årlige ekstremavviksrisikoen ikke skal overstige 3,75 prosentpoeng. Ved utgangen av andre kvartal var ekstremavviksrisikoen 1,43 prosentpoeng, sammenlignet med 1,49 prosentpoeng ved årsslutt 2017.

KREDITTRISIKO

Kredittrisiko er risiko for tap som følge av at utstedere av renteinstrumenter ikke oppfyller sine betalingsforpliktelser. Kredittrisiko for investeringer i obligasjoner overvåkes blant annet ved bruk av kredittvurdering.

Tabell 8.4 viser obligasjonsinvesteringenes fordeling på kredittvurderingskategorier.

Tabell 8.4 Obligasjonsporteføljen fordelt etter kredittvurdering

Beløp i millioner kroner, 30.06.2018	AAA	AA	A	BBB	Lavere vurdering	Totalt
Statsobligasjoner	780 225	194 600	307 120	113 742	42 355	1 438 042
Statsrelaterte obligasjoner	147 643	115 813	42 943	11 630	1 319	319 348
Realrenteobligasjoner	100 323	10 245	6 090	4 968	-	121 626
Selskapsobligasjoner	5 896	55 472	216 263	315 930	14 574	608 135
Pantesikrede obligasjoner	109 641	19 931	2 471	1 642	-	133 685
Sum obligasjoner	1 143 728	396 060	574 886	447 913	58 249	2 620 835

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

Andelen av obligasjonsbeholdningen kategorisert med kredittvurdering AAA økte til 43,6 prosent ved slutten av andre kvartal sammenlignet med 41,1 ved årsslutt. Økningen skyldes i hovedsak en økning i statsobligasjoner i kategorien. Andelen av obligasjonsbeholdningen i kategorien *Lavere vurdering* ble redusert til 2,2 prosent fra 2,5 prosent ved utgangen av 2017. Totalt sett er kredittkvaliteten på obligasjonsporteføljen noe forbedret siden årsslutt.

Motpartsrisiko

Motpartsrisiko er risiko for tap knyttet til at en motpart går konkurs eller på annen måte ikke kan oppfylle sine forpliktelser. Metoden for å beregne motpartsrisikoeksponering fra derivater og valutakontrakter er i 2018 endret fra

markedsverdimetoden til ny standardmetode for motpartsrisiko (SA-CCR). Begge metodene er vedtatt av Baselkomiteen, hvor markedsverdimetoden erstattes av ny standardmetode for motpartsrisiko for derivater og valuta-kontrakter. Den nye standardmetoden søker å forbedre markedsverdimetoden gjennom i større grad å ta hensyn til mottatte sikkerheter og motregning ved beregning av motpartsrisiko. Metoden for hvordan sikkerheter blir beregnet er også videreutviklet og stress i finansmarkedene vektlegges i større grad i kalibreringen av fremtidig forventet risikoeksponering. Ved utgangen av andre kvartal gir den nye standardmetoden noe høyere risikoeksponering for porteføljen enn markedsverdimetoden.

Tabell 8.5 viser motpartsrisiko per type posisjon.

Tabell 8.5 Motpartsrisiko per type posisjon

Beløp i millioner kroner	Risikoeksponering	
	30.06.2018	31.12.2017 ¹
Verdipapirlån	63 698	71 150
Usikrede bankinnskudd ² og verdipapirer ³	22 421	14 008
Derivater inklusive valutakontrakter ⁴	19 245	18 769
Oppgjørsrisiko på motpart og transaksjoner med lang oppgjørstid	8 160	2 598
Gjenkjøps- og gjensalgsvtaler	2 701	4 662
Deltagelsessertifikater ³	-	6 802
Totalt	116 225	117 989

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

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

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

⁴ Sammenligningstall er basert på metoden benyttet ved årsslutt 2017.

Note 9 Gevinst/tap valuta

VESENTLIG ESTIMAT

Gevinster 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 gevinst/tap i norske kroner til et verdipapirelement og et valuta-element, er et estimat. Forskjellige metoder vil kunne gi ulike utslag for fordelingen. For nærmere beskrivelse av metoden som er benyttet, se note 10 *Gevinst/tap valuta* i årsrapporten for 2017.

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

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

Tabell 9.1 Spesifikasjon av Gevinst/tap valuta

Beløp i millioner kroner	2. kvartal 2018	2. kvartal 2017	Hittil i år 30.06.2018	Hittil i år 30.06.2017	2017
Gevinst/tap valuta – USD/NOK	98 255	-63 891	-6 425	-67 976	-126 868
Gevinst/tap valuta – EUR/NOK	-21 108	56 010	-46 157	71 936	111 425
Gevinst/tap valuta – JPY/NOK	-1 760	-17 323	7 553	4 999	-8 367
Gevinst/tap valuta – GBP/NOK	-12 922	6 304	-15 423	10 970	20 745
Gevinst/tap valuta – andre	-15 294	-13 458	-75 044	30 718	17 766
Gevinst/tap valuta	47 171	-32 358	-135 496	50 647	14 701

Note 10 Forvaltningskostnader

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

FORVALTNINGSKOSTNADER I NORGES BANK

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

Tabell 10.1 Forvaltningsgodtgjøring

Beløp i millioner kroner	2. kvartal 2018	2. kvartal 2017	Hittil i år		Hittil i år		2017	
			30.06.2018	Basis- punkter	30.06.2017	Basis- punkter		Basis- punkter
Lønn, arbeidsgiveravgift og andre personalkostnader	301	291	605		624		1 325	
Kostnader til depot	104	98	188		197		404	
IT-tjenester, systemer, data og informasjon	140	169	295		323		657	
Analyse, konsulent og juridiske tjenester	67	53	136		86		252	
Øvrige kostnader	103	53	188		117		251	
Fordelte kostnader Norges Bank	43	43	86		85		161	
Faste honorarer til eksterne forvaltere	215	221	462		430		755	
Forvaltningsgodtgjøring eksklusive avkastningsavhengige honorarer	973	928	1 960	4,7	1 862	4,8	3 804	4,8
Avkastningsavhengige honorarer til eksterne forvaltere	165	348	548		591		924	
Forvaltningsgodtgjøring	1 138	1 276	2 508	6,0	2 453	6,4	4 728	6,0

FORVALTNINGSKOSTNADER I DATTERSELSKAPER

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

en del av forvaltningsgodtgjøringen.

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

Tabell 10.2 Forvaltningskostnader datterselskaper eiendom

Beløp i millioner kroner	2. kvartal 2018	2. kvartal 2017	Hittil i år 30.06.2018	Hittil i år 30.06.2017	2017
Lønn, arbeidsgiveravgift og andre personalkostnader	5	6	12	12	33
IT-tjenester, systemer, data og informasjon	11	9	19	17	42
Analyse, konsulent og juridiske tjenester	11	7	16	10	23
Øvrige kostnader	3	4	7	8	17
Sum forvaltningskostnader datterselskaper eiendom	30	26	54	47	116
<i>Herav forvaltningskostnader ikke-konsoliderte datterselskaper</i>	25	22	44	38	97
<i>Herav forvaltningskostnader konsoliderte datterselskaper</i>	5	4	10	9	19

ØVRE RAMME FOR DEKNING AV FORVALTNINGSKOSTNADER

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

Summen av forvaltningskostnader som påløper i Norges Bank og i datterselskaper, eksklusiv avkastningsavhengige honorarer til eksterne

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

Hittil i år utgjør samlede forvaltningskostnader som måles mot den øvre kostnadsrammen 2 014 millioner kroner. Dette består av 1 960 millioner kroner i forvaltningskostnader i Norges

Bank (eksklusive avkastningsavhengige honorarer til eksterne forvaltere) og 54 millioner kroner i forvaltningskostnader i datterselskaper. Dette tilsvarer 4,8 basispunkter av forvaltet kapital på årsbasis.

Samlede forvaltningskostnader inklusive avkastningsavhengige honorarer til eksterne forvaltere utgjør hittil i år 2 562 millioner kroner. Dette tilsvarer 6,2 basispunkter av forvaltet kapital på årsbasis.

ANDRE DRIFTSKOSTNADER I DATTERSELSKAPER

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

ikke kostnader ved å investere i eiendom, men kostnader ved å drifte bygningene etter at de er kjøpt. Derfor er de ikke definert som forvaltningskostnader. Andre driftskostnader blir belastet porteføljerisikoen 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 resultatlinjen *Inntekt/kostnad fra unotert eiendom*, se tabell 6.3 i note 6 *Unotert eiendom* for ytterligere informasjon. Andre driftskostnader som påløper i konsoliderte datterselskaper presenteres i resultatlinjen *Annen inntekt/kostnad*.



Uttalelse vedrørende forenklet revisorkontroll av delårsrapportering

Innledning

Vi har foretatt en forenklet revisorkontroll av regnskapsrapporteringen for investeringsporteføljen til Statens pensjonsfond utland. Datterselskaper av Norges Bank som utelukkende utgjør investeringer som ledd i forvaltningen av investeringsporteføljen inngår i regnskapsrapporteringen. Regnskapsrapporteringen består av balanse per 30. juni 2018, resultatregnskap, oppstilling av endringer i eiers kapital og kontantstrømoppstilling 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, 15. august 2018

Deloitte AS



Henrik Woxholt
statsautorisert revisor



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