

1. kv. | 19

Statens
pensjonsfond
utland

Kvartalsrapport
2019

Tall og fakta 1. kvartal 2019

9,1%

738 milliarder kroner

Statens pensjonsfond utland fikk en avkastning på **9,1** prosent, eller **738** milliarder kroner, i første kvartal 2019.



Aksjeinvesteringer

—
12,2 %



Unoterte
eiendomsinvesteringer

—
1,7 %



Renteinvesteringer

—
2,9 %

Avkastningen for fondets aksjeinvesteringer var på **12,2** prosent.
Investeringer i unotert eiendom fikk en avkastning på **1,7** prosent.
Avkastningen for renteinvesteringene var **2,9** prosent.

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

8 938

milliarder kroner

Ved utgangen av kvartalet var fondets markedsverdi **8 938** milliarder kroner. Fondet var investert med **69,2** prosent i aksjer, **2,8** prosent i unotert eiendom og **28,0** prosent i rentepapirer.



Aksjeinvesteringer

69,2 %



**Unoterte
eiendomsinvesteringer**

2,8 %



Renteinvesteringer

28,0 %

Innhold

1

INVESTERINGENE

Aksjer _____ 6

Eiendom _____ 9

Renter _____ 10

2

FORVALTNINGEN

Forvaltningen _____ 13

Risiko _____ 15

Ansvarlig forvaltning _____ 17

3

HOVEDTALL OG REGNSKAP

Hovedtall _____ 19

Regnskapsrapportering _____ 21

Noter _____ 27

Revisors uttalelse _____ 51

Investeringsene

Aksjer

Aksjeinvesteringene, som utgjorde 69,2 prosent av fondet ved utgangen av kvartalet, fikk en avkastning på 12,2 prosent. Aksjemarkedene hentet seg inn i årets første kvartal etter en svak avslutning i 2018 og vi så en positiv avkastning for alle sektorer. Utsikter til en lavere rentebane enn forventet fra den amerikanske sentralbanken og mindre uro knyttet til handelskonflikten mellom Kina og USA bidro til den positive avkastningen.

Sterkest avkastning i Nord-Amerika

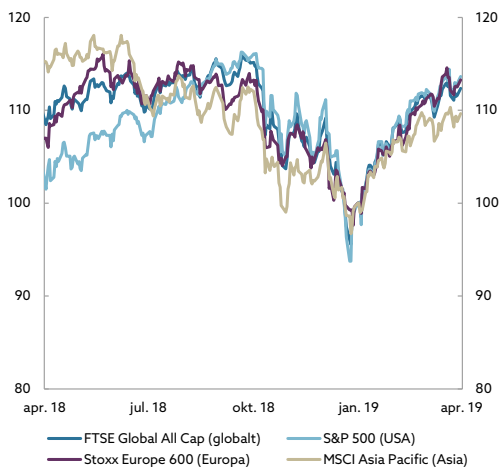
Nordamerikanske aksjer hadde en avkastning på 14,6 prosent i kvartalet og sto for 41,4 prosent av fondets aksjeinvesteringer. Avkastningen for aksjer notert i USA var på 14,5 prosent, tilsvarende 14,2 prosent målt i lokal valuta. USA

var fondets største enkeltmarked og sto for 39,2 prosent av aksjeinvesteringene.

Europeiske aksjer hadde en avkastning på 11,1 prosent i kvartalet. Totalt var 33,3 prosent av fondets aksjeinvesteringer plassert i europeiske selskaper. Aksjer notert i Storbritannia hadde en avkastning på 11,8 prosent. I lokal valuta var avkastningen 8,9 prosent. Dette er fondets største europeiske marked. 9,0 prosent av aksjeinvesteringene var plassert her.

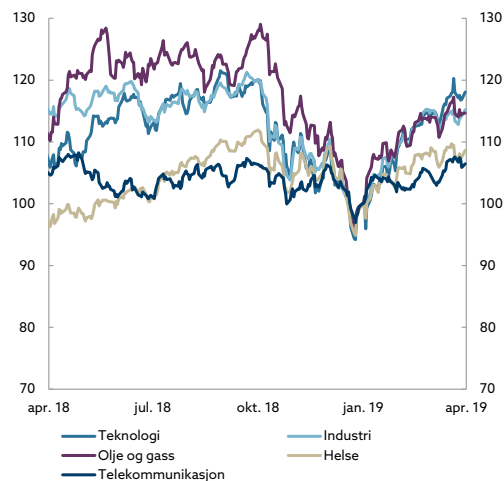
Aksjer i Asia og Oseania hadde en avkastning på 10,3 prosent og utgjorde 22,3 prosent av fondets aksjeinvesteringer. Avkastningen for japanske aksjer var på 7,1 prosent, tilsvarende 7,8 prosent målt i lokal valuta. Japanske aksjer utgjorde 8,5 prosent av aksjeinvesteringene.

Figur 1 Kursutviklingen i regionale aksjemarkeder. Målt i amerikanske dollar, med unntak av Stoxx Europe 600, som er målt i euro. Indeksert totalavkastning 31.12.2018 = 100



Kilde: Bloomberg

Figur 2 Kursutviklingen i ulike aksjesektorer i FTSE Global All Cap-indeksen. Målt i amerikanske dollar. Indeksert totalavkastning 31.12.2018 = 100



Kilde: FTSE Russell

Aksjer i fremvoksende markeder hadde en avkastning på 12,3 prosent i kvartalet. Til sammen var 11,3 prosent av fondets aksjeinvesteringer plassert i fremvoksende markeder. Det kinesiske aksjemarkedet fikk en avkastning på 20,3 prosent. Totalt var 4,0 prosent av fondets aksjeinvesteringer plassert her.

Sterkest avkastning for teknologiselskaper

Teknologiselskaper hadde den sterkeste avkastningen i kvartalet, med 17,6 prosent. Avkastningen var drevet av sterk salgsvekst for selskaper i internett- og programvaresektoren, i tillegg til en forventning om at halvleder-selskaper nærmer seg slutten av en syklisk nedtur.

Olje og gass-selskaper og industriselskaper fikk begge en avkastning på 14,1 prosent i kvartalet. En høyere oljepris bidro positivt til den sterke avkastningen for olje- og gass-selskaper. Oljeprisoppgangen skyldtes blant annet utsikter til oljeproduksjonskutt i OPEC og Russland og en nedgang i oljeproduksjonen i Venezuela som følge av politisk uro. Den positive avkastningen for industriselskaper i første kvartal var drevet av en forventning om en løsning på handelskonflikten mellom Kina og USA, og at nedkjølingen av verdensøkonomien ikke blir forsterket.

Tabell 1 Avkastningen på fondets aksjeinvesteringer i første kvartal 2019. Fordelt etter sektor. Målt i internasjonal valuta. Prosent

Sektor	Avkastning	Andel av aksjebeholdningen ¹
Finans	10,6	23,4
Teknologi	17,6	13,4
Industri	14,1	13,1
Konsumvarer	11,6	12,0
Helse	9,8	11,0
Konsumtjenester	12,2	10,7
Olje og gass	14,1	5,9
Materialer	11,2	4,7
Telekommunikasjon	5,9	2,8
Kraft- og vannforsyning	10,8	2,8

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

Tabell 2 Fondets største aksjebeholdninger per 31. mars 2019. Millioner kroner

Selskap	Land	Beholdning
Apple Inc	USA	76 055
Microsoft Corp	USA	75 801
Alphabet Inc	USA	65 883
Amazon.com Inc	USA	65 194
Nestlé SA	Sveits	63 788
Royal Dutch Shell PLC	Storbritannia	51 891
Roche Holding AG	Sveits	44 760
Novartis AG	Sveits	44 551
Facebook Inc	USA	36 381
Berkshire Hathaway Inc	USA	34 839

Alle sektorer steg i kvartalet. Telekommunikasjonsselskaper hadde den svakeste avkastningen i kvartalet, med en oppgang på 5,9 prosent. Selskapene i sektoren er mindre sensitive til konjunkturer og uro for global handel enn andre sektorer. Europeiske telekommunikasjonsselskaper gjorde det svakt grunnet skuffende salgsvekst.

Enkeltinvesteringer

Investeringen i teknologiselskapet Apple Inc bidro mest positivt til avkastningen i første kvartal, fulgt av investeringene i teknologiselskapet Microsoft Corp og konsumtjenesteselskapet Amazon.com Inc. Enkeltelskapene som bidro mest negativt til avkastningen, var farmasiselskapet AbbVie Inc, banken Swedbank AB og konsumtjenesteselskapet CVS Health Corp.

Fondet deltok i 18 børsnoteringer i kvartalet. Den største børsnoteringen i markedet der fondet kjøpte aksjer, var i konsumtjenesteselskapet Lyft Inc, konsumvareselskapet Levi Strauss & Co og helseselskapet CStone Pharmaceuticals Co Ltd. Fondets største deltakelser i børsnoteringer var i Lyft Inc, Levi Strauss & Co og teknologiselskapet Weimob Inc.

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 35 valutaer ved utgangen av første kvartal 2019. Om ikke annet er oppgitt i teksten, er resultatmålingen gjort i fondets valutakurv.

Eiendom

Fondets samlede investeringer i eiendom utgjorde 3,8 prosent av fondet ved utgangen av første kvartal. Avkastningen var 4,9 prosent i kvartalet. I forvaltningen er unoterte og noterte eiendomsinvesteringer forvaltet som en samlet strategi for eiendom.

Investeringene i unotert eiendom utgjorde 72,8 prosent av eiendomsinvesteringene og fikk i kvartalet en avkastning på 1,7 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. Verdiendringer på eiendom og gjeld bidro med 0,6 prosentpoeng målt i lokal valuta. Valutaendringer hadde en påvirkning på avkastningen med 0,2 prosentpoeng i første kvartal.

I januar annonserte fondet kjøp av seks logistikk-eiendommer i Chicago, Nashville og Orlando i samarbeid med Prologis. Fondet betalte 87,7 millioner dollar, tilsvarende rundt 764 millioner kroner, for eierandelen på 45 prosent.

Børsnotert eiendom utgjorde 27,2 prosent av eiendomsinvesteringene ved utgangen av første kvartal og fikk i kvartalet en avkastning på 14,5 prosent.

Tabell 3 Verdien av eiendomsinvesteringene per 31. mars 2019. Millioner kroner

	Verdi ¹
Unoterte eiendomsinvesteringer	247 213
Børsnoterte eiendomsinvesteringer	92 414
Samlede eiendomsinvesteringer	339 627

¹ Inkludert bankinnskudd og andre fordringer.

Tabell 4 Avkastning på unoterte eiendomsinvesteringer i første kvartal 2019

	Avkastning
Leieinntekter (prosentpoeng)	0,9
Verdiendringer (prosentpoeng)	0,6
Transaksjonskostnader (prosentpoeng)	0,0
Resultat av valutajusteringer (prosentpoeng)	0,2
Totalt (prosent)	1,7

Renter

Renteinvesteringene utgjorde 28,0 prosent av fondet ved utgangen av første kvartal og fikk en avkastning på 2,9 prosent. Obligasjonsprisene ble drevet høyere av en vridning i mer stimulerende retning i mange sentralbankers kommunikasjon om fremtidig pengepolitikk.

Sterkest avkastning for britiske statsobligasjoner

Statsobligasjoner fikk en avkastning på 2,5 prosent og utgjorde 53,9 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 2,5 prosent. I lokal valuta var avkastningen 2,2 prosent. Amerikanske statsobligasjoner sto for 22,3 prosent av renteinvesteringene, og var fondets største beholdning av statsgjeld fra en enkeltutsteder. Den amerikanske sentralbanken har varslet at de ikke har planer om å heve styringsrentene ytterligere i 2019. I tillegg vil de gradvis redusere og deretter avslutte sentralbankens salg av verdipapirer i september.

Euro-denominerte statsobligasjoner, som utgjorde 10,5 prosent av renteinvesteringene, fikk en avkastning på 1,3 prosent. I lokal valuta var avkastningen 2,8 prosent. Den europeiske sentralbanken har utelukket heving av styringsrenter dette året. I tillegg vil de lansere den tredje pakken med støttelån til europeiske banker.

Tabell 5 Avkastningen på fondets renteinvesteringer i første kvartal 2019. Fordelt etter sektor. Målt i internasjonal valuta. Prosent

Sektor	Avkastning	Andel av renteinvesteringene ¹
Statsobligasjoner ²	2,5	53,9
Statsrelaterte obligasjoner ²	2,5	13,6
Realrenteobligasjoner ²	2,8	5,3
Selskapsobligasjoner	4,2	22,9
Pantesikrede obligasjoner	-0,1	5,5

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

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

Tabell 6 Fondets største obligasjonsbeholdninger per 31. mars 2019. Millioner kroner

Utsteder	Land	Beholdning
Amerikanske stat	USA	644 189
Japanske stat	Japan	180 401
Tyske stat	Tyskland	93 120
Britiske stat	Storbritannia	54 830
Franske stat	Frankrike	52 059
Sørkoreanske stat	Sør-Korea	47 636
Spanske stat	Spania	42 960
Meksikanske stat	Mexico	41 655
Italienske stat	Italia	34 123
Kreditanstalt für Wiederaufbau	Tyskland	30 823

Britiske statsobligasjoner, som utgjorde 2,2 prosent av renteinvesteringene, fikk en avkastning på 6,5 prosent. I lokal valuta var avkastningen 3,8 prosent. Det britiske pundet styrket seg i løpet av kvartalet til tross for at Storbritannia sin plan om å forlate den europeiske unionen ble utsatt og det fortsatt var stor usikkerhet rundt dette ved utgangen av kvartalet.

Japanske statsobligasjoner, som utgjorde 7,0 prosent av renteinvesteringene, fikk en avkastning på 0,2 prosent. I lokal valuta var avkastningen 0,8 prosent. Rentenedgangen var mindre i Japan, ettersom 10-årsrentene blir holdt nær null som en del av pengepolitikken.

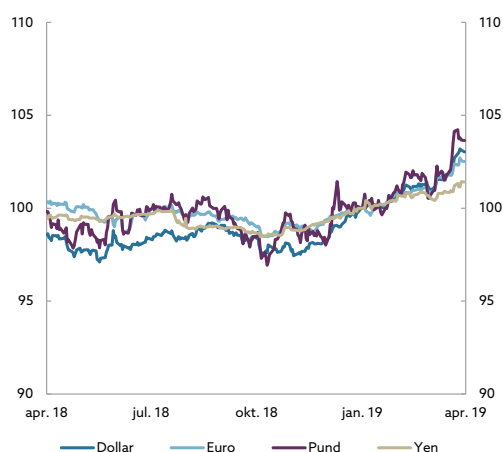
Fondet er også investert i obligasjoner fra statsrelaterte institusjoner som Kreditanstalt für

Wiederaufbau, European Investment Bank og Canada Mortgage & Housing Corp. Statsrelaterte obligasjoner hadde en avkastning på 2,5 prosent og utgjorde 13,6 prosent av renteinvesteringene.

Selskapsobligasjonene fikk en avkastning på 4,2 prosent og utgjorde 22,9 prosent av fondets renteinvesteringer ved utgangen av kvartalet. Den høye avkastningen kom av en markant nedgang i kredittpremien i kvartalet, i tillegg til det generelle lavere rentenivået i statsobligasjonsmarkedet.

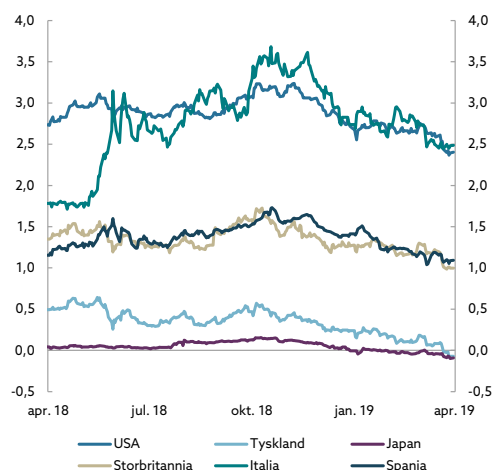
Fondets pantsikrede obligasjoner, som hovedsakelig besto av obligasjoner med fortrinnsrett denominert i euro, utgjorde 5,5 prosent av fondets renteinvesteringer og fikk en avkastning på -0,1 prosent.

Figur 3 Kursutviklingen for obligasjoner som er utstedt i ulike valutaer. Målt i lokal valuta. Indeksert totalavkastning 31.12.2018 = 100



Kilde: Bloomberg Barclays Indices

Figur 4 Utviklingen i rentene på tiårige statsobligasjoner. Prosent



Kilde: Bloomberg

Realrenteobligasjoner fikk en avkastning på 2,8 prosent og utgjorde 5,3 prosent av fondets renteinvesteringer.

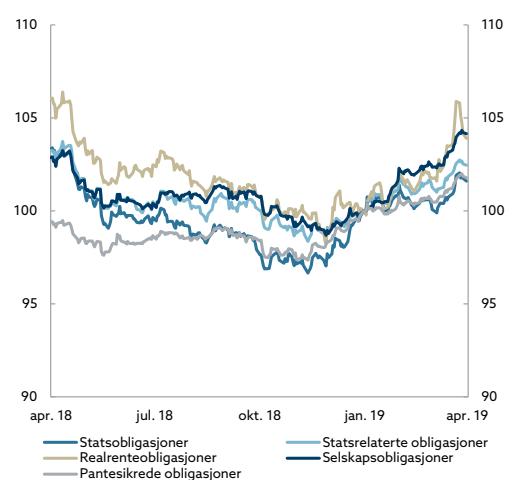
Endringer i beholdningen av rentepapirer

Investeringer i dollar, euro, pund og yen utgjorde 82,6 prosent av renteinvesteringene ved utgangen av første kvartal, likt som ved inngangen til kvartalet.

Markedsverdien av investeringene i rentepapirer i fremvoksende lands valutaer utgjorde 8,1 prosent av investeringene, mot 8,2 prosent i forrige kvartal.

I løpet av første kvartal økte markedsverdien mest i fondets statsobligasjoner utstedt av USA, Sør-Korea og Frankrike. Statsobligasjoner utstedt av Japan, Tyskland og Storbritannia hadde størst reduksjon i markedsverdi.

Figur 5 Kursutviklingen for ulike typer obligasjoner. Målt i amerikanske dollar. Indeksert totalavkastning 31.12.2018 = 100



Kilde: Bloomberg Barclays Indices

Tabell 7 Fondets obligasjoner per 31. mars 2019 fordelt etter kredittvurdering. Prosent av beholdningen

	AAA	AA	A	BBB	Lavere vurdering	Totalt
Statsobligasjoner	28,9	7,0	11,7	4,0	1,7	53,3
Statsrelaterte obligasjoner	5,9	5,1	1,7	0,6	0,0	13,4
Realrenteobligasjoner	4,1	0,6	0,2	0,2	0,0	5,2
Selskapsobligasjoner	0,2	1,7	8,6	11,7	0,3	22,6
Pantesikrede obligasjoner	4,5	0,8	0,1	0,0	0,0	5,5
Totalt	43,7	15,3	22,3	16,6	2,1	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 Russell. For obligasjoner er indekser fra Bloomberg Barclays Indices utgangspunktet.

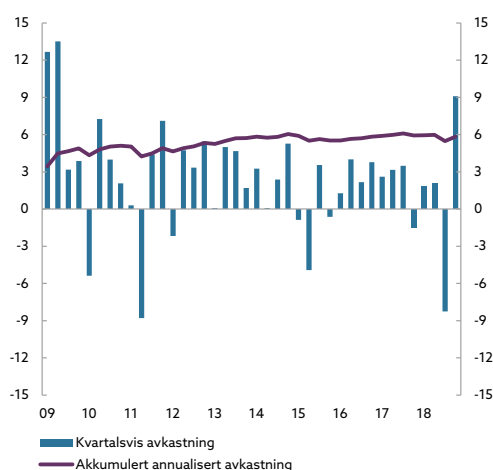
I første kvartal var fondets avkastning 0,18 prosentpoeng høyere enn avkastningen på referanseindeksen fra Finansdepartementet.

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

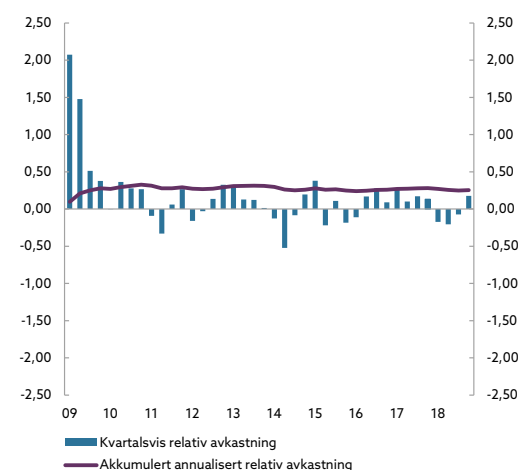
Den relative avkastningen brytes ned på forvaltningsområdene aksje-, rente- og eiendomsforvaltning, samt en allokeringseffekt mellom disse.

Aksjeforvaltningen bidro med 0,20 prosentpoeng til fondets relative avkastning i første kvartal. Aksjer innenfor sektorene finans og konsumvarer bidro mest positivt til meravkastningen i kvartalet, mens konsumtjenestesektoren bidro

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



mest negativt. Fordelt på land var det aksjeinvesteringer i Kina og USA som bidro mest til det positive relative resultatet, mens australske aksjer bidro mest negativt.

Renteforvaltningen bidro med 0,02 prosentpoeng til fondets relative avkastning. Fondet er investert mer enn fondets referanseindeks i fremvoksende land som Indonesia, Brasil og Sør-Afrika. Disse bidro positivt til forvaltningens relative avkastning i første kvartal. En lavere andel av selskapsobligasjoner sammenlignet med referanseindeksen bidro negativt.

Eiendomsforvaltningen bidro med -0,06 prosentpoeng til fondets relative avkastning, målt mot aksjene og obligasjonene som utgjør finansieringen til eiendomsforvaltningen. Det var de unoterte eiendomsinvesteringene som bidro til mindreavkastningen, mens de noterte eiendomsinvesteringene bidro positivt.

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

Fondets relative avkastning kan også brytes ned på aktivaklasser, der børsnoterte eiendomsinvesteringer er inkludert i aksjeinvesteringene og investeringene i unotert eiendom måles mot referanseindeksen fra Finansdepartementet. Brutt ned på denne måten bidro aksjeinvesteringene med 0,22 prosentpoeng, renteinvesteringene med 0,02 prosentpoeng og de unoterte eiendomsinvesteringene med -0,21 prosentpoeng til fondets relative avkastning. Allokeringseffekten mellom aktivaklassene var 0,15 prosentpoeng.

Tabell 8 Bidrag fra forvaltningen til fondets relative avkastning i første kvartal 2019. Prosentpoeng

	Totalt
Aksjeforvaltningen	0,20
Renteforvaltningen	0,02
Eiendomsforvaltningen	-0,06
Allokeringseffekt	0,01
Totalt	0,18

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.

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 første kvartal var fondets

forventede absolutte volatilitet på 7,9 prosent, eller om lag 710 milliarder kroner, mot 8,6 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 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.

Tabell 9 Risiko og eksponering for fondet

	Grenser fastsatt av Finansdepartementet	31.03.2019
Allokering	Aksjeporteføljen 50-80 prosent av fondet ¹	69,0
	Unotert eiendom inntil 7 prosent av fondet	2,8
	Obligasjonsporføljen 20-50 prosent av fondet ¹	28,2
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-	2,1
Eierandel	Maksimalt 10 prosent av stemmeberettigede aksjer i et børsnotert selskap i aksjeporteføljen ²	9,6

¹ Derivater er avbildet med den underliggende økonomiske eksponeringen.

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

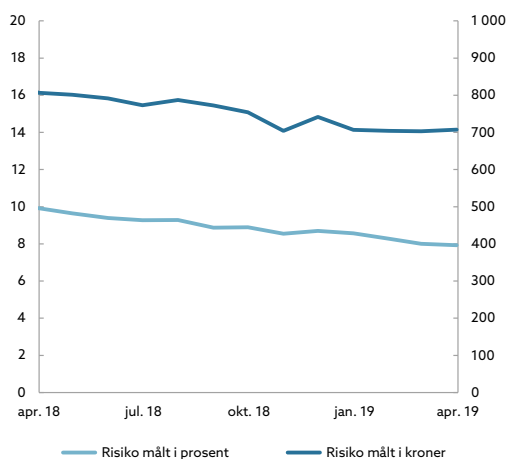
Finansdepartementet og Norges Banks hovedstyre har fastsatt grenser for hvor store avvik fra referanseindeksen fondet kan ha. Én av grensene er forventet relativ volatilitet, som legger en begrensning på hvor mye avkastningen på investeringene kan forventes å avvike fra avkastningen på fondets referanseindeks. Alle fondets investeringer, også unoterte eiendomsinvesteringer, er 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 den forventede relative volatiliteten i fondet 0,31 prosentpoeng.

Hovedstyret i Norges Bank har satt en grense for forventet ekstremavviksrisiko mellom avkastningen på fondet og tilhørende referanseindeks. Forvaltningen skal legges opp slik at forventet negativ relativ avkastning i ekstreme situasjoner ikke skal overstige 3,75 prosentpoeng. Ved utgangen av første kvartal var ekstremavviksrisikoen på 1,45 prosentpoeng.

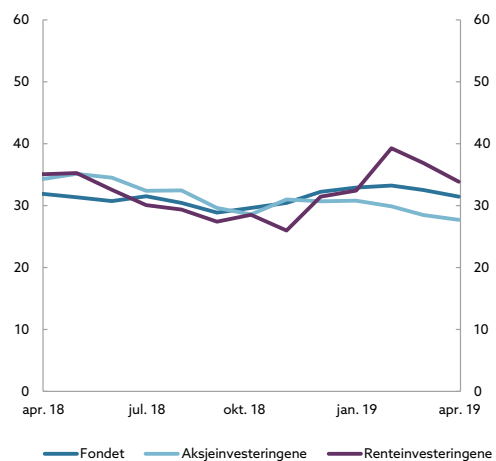
Operasjonell risikostyring

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.

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



Figur 9 Forventet relativ volatilitet for fondet. Basispunkter



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 første kvartal var den estimerte operasjonelle risikoeksponeringen innenfor styrets risikotoleranse. I kvartalet ble det registrert 79 uønskede operasjonelle hendelser. Samlet sett ga hendelsene en estimert finansiell effekt på 17,9 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 langsiktig økonomisk utvikling i våre investeringer. For det andre søker vi å redusere den finansielle risikoen forbundet med den miljømessige og sosiale atferden til selskaper vi er investert i. Derfor vurderer vi forhold knyttet til selskapsstyring og bærekraft som kan ha innvirkning på fondets avkastning over tid. Vi integrerer disse problemstillingene i vårt arbeid med prinsipper og standarder, i vårt langsiktige eierskap og i vår investeringsvirksomhet.

Sette prinsipper

I løpet av kvartalet deltok vi i syv offentlige høringer med tilknytning til ansvarlig forvaltning.

EU og Canada gjennomførte i kvartalet høringer om tiltak for et mer bærekraftig finanssystem. Vi forventer at selskaper integrerer relevante forhold i sin virksomhet- og risikostyring. Vi ga vår støtte til EU-kommisjonens ekspertgruppe som arbeider med klassifisering av bærekraftig virksomhet. Vi fremhevet at klassifiseringen burde bygge på eksisterende standarder der det er hensiktsmessig, og at den burde være fleksibel nok til å fange opp teknologisk utvikling.

Lederlønn skal gi administrerende direktør insentiver for å skape langsiktige verdier for selskapet. Vi ga vår støtte til EU-kommisjonens arbeid for å standardisere rapportering om lederlønn slik at det blir lettere for investorer å forstå og sammenligne hva administrerende direktør får utbetalt.

OECD gjennomførte en høring om skattlegging av den digitaliserte økonomien. Som global investor fremhevet vi behovet for løsninger som skaper forutsigbarhet og like vilkår for virksomheter på tvers av markeder. Vi ga videre innspill til Global Reporting Initiatives utkast til standard for offentlig rapportering av skatt og betalinger til myndigheter. Vi ga blant annet støtte til forslaget om at selskaper bør offentliggjøre sine retningslinjer for håndtering av skatt.

Som investor er det viktig at selskapene vi er investert i rapporterer oppdaterte data av høy kvalitet og at vi får tilgang til informasjon om selskapsstyring og bærekraft. I et brev til EU-kommisjonens tekniske ekspertgruppe uttrykte vi støtte til gruppens forslag til mer korrekt, virksomhetsrelevant og sammenlignbar selskapsrapportering om klimarisiko og -muligheter. Med bakgrunn i blant annet ekspertgruppens forslag gjennomførte EU-kommisjonen en høring om endringer i retningslinjene for rapportering om ikke-finansiell informasjon. EU-kommisjonen la blant annet opp til en sammenslåing av rapporteringskategoriene ekspertgruppen foreslo. Vi ga støtte til en slik forenkling.

Utøve eierskap

Stemmegivning er et av de viktigste virkemidlene vi har for å utøve eierrettighetene våre. Vi stemte ved 1 726 generalforsamlinger i første kvartal. I løpet av kvartalet vurderte og stemte vi på 14 548 forslag.

Vi hadde 1 023 selskapsmøter i første kvartal. I 57 prosent av disse møtene tok vi opp forhold knyttet til selskapsstyring eller bærekraft. De viktigste forholdene vi tok opp gjaldt klimaendringer, styrets sammensetning og lederavlønning.

Observasjon og utelukkelse

Norges Bank publiserte i kvartalet beslutninger om å utelukke fire selskaper fra Statens pensjonsfond utland.

Halcyon Agri Corp Ltd ble utelukket grunnet uakseptabel risiko for at selskapet er ansvarlig for alvorlig miljøskade. Texwinca Holdings Co ble utelukket grunnet uakseptabel risiko for at selskapet er ansvarlig for grove eller systematiske krenkelsers av menneskerettighetene. Evergy Inc og Washington H. Soul Pattinson & Co Ltd. ble utelukket etter en vurdering opp mot det produktbaserte kullkriteriet.

Hovedtall

Tabell 10 Avkastningstall. Målt i fondets valutakurv. Prosent

	1. kv. 2019	4. kv. 2018	3. kv. 2018	2. kv. 2018	1. kv. 2018
Aksjeinvesteringer	12,22	-12,63	3,15	2,70	-2,22
Unoterte eiendomsinvesteringer	1,72	1,08	1,89	1,85	2,50
Renteinvesteringer	2,87	1,28	-0,33	-0,02	-0,37
Fondets avkastning	9,10	-8,26	2,05	1,83	-1,53
Fondets relative avkastning (prosentpoeng)	0,18	-0,07	-0,21	-0,17	0,13
Forvaltningskostnader	0,01	0,01	0,01	0,01	0,02
Fondets avkastning etter forvaltningskostnader	9,08	-8,27	2,04	1,82	-1,55

Tabell 11 Historiske nøkkeltall per 31. mars 2019. Annualiserte tall målt i fondets valutakurv

	Siden 01.01.1998	Siste 15 år	Siste 10 år	Siste 5 år	Siste 12 måneder
Fondets avkastning (prosent)	5,84	6,19	9,81	6,23	4,01
Årlig prisvekst (prosent)	1,77	1,87	1,72	1,34	1,61
Årlige forvaltningskostnader (prosent)	0,08	0,08	0,07	0,06	0,06
Fondets netto realavkastning (prosent)	3,91	4,16	7,88	4,76	2,31
Fondets faktiske standardavvik (prosent)	7,41	7,97	7,61	6,65	9,41
Fondets relative avkastning (prosentpoeng) ¹	0,25	0,17	0,65	0,07	-0,30
Fondets faktiske relative volatilitet (prosentpoeng) ¹	0,68	0,76	0,55	0,35	0,32
Fondets informasjonsrate (IR) ^{1,2}	0,40	0,26	1,11	0,19	-0,88

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

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

Tabell 12 Nøkkeltall. Milliarder kroner

	1. kv. 2019	4. kv. 2018	3. kv. 2018	2. kv. 2018	1. kv. 2018
Markedsverdi					
Aksjeinvesteringer	6 186	5 477	5 732	5 566	5 376
Unoterte eiendomsinvesteringer	247	246	226	220	217
Renteinvesteringer	2 505	2 533	2 520	2 551	2 532
Fondets markedsverdi ¹	8 938	8 256	8 478	8 337	8 124
Påløpt, ikke betalt, forvaltningsgodtgjøring ¹	-1	-5	-4	-3	-1
Eiers kapital ¹	8 937	8 251	8 474	8 335	8 123
Tilførsel/uttak av kapital ²	8	29	12	-2	-6
Utbetalt forvaltningsgodtgjøring ²	-5	0	0	0	-5
Fondets avkastning	738	-655	174	167	-171
Endring som følge av svingninger i kronekursen	-60	405	-46	47	-183
Endring i markedsverdien	682	-222	140	213	-364
Verdiutvikling f.o.m. første tilførsel i 1996					
Samlet tilførsel av kapital ³	3 376	3 371	3 341	3 328	3 328
Avkastning av aksjeinvesteringer	3 203	2 545	3 234	3 059	2 892
Avkastning av unoterte eiendomsinvesteringer	73	69	66	62	58
Avkastning av renteinvesteringer	1 128	1 052	1 021	1 027	1 031
Samlet forvaltningsgodtgjøring ⁴	-45	-44	-43	-42	-41
Endring som følge av svingninger i kronekursen	1 203	1 263	858	904	857
Fondets markedsverdi	8 938	8 256	8 478	8 337	8 124
Samlet avkastning	4 404	3 666	4 321	4 147	3 980
Samlet avkastning etter forvaltningskostnader	4 359	3 622	4 278	4 105	3 939

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

Sammendrett delårsrapportering

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

NOTER

Noter til sammendrett delårsrapportering

Note 1	Generell informasjon _____	27
Note 2	Regnskapsprinsipper _____	28
Note 3	Avkastning _____	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 _____	33
Note 7	Måling til virkelig verdi _____	37
Note 8	Investeringsrisiko _____	42
Note 9	Gevinst/tap valuta _____	47
Note 10	Forvaltningskostnader _____	48

REVISOR

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

Resultatregnskap

Beløp i millioner kroner	Note	1. kvartal 2019	1. kvartal 2018	2018
Resultat fra porteføljen før gevinst/tap valuta				
Inntekt/kostnad fra:				
- Aksjer	4	663 685	-169 981	-517 214
- Obligasjoner	4	71 891	-6 303	14 568
- Unotert eiendom	6	3 395	4 808	16 421
- Finansielle derivater	4	774	932	2 819
- Utlån med sikkerhetsstillelse		1 160	1 321	4 733
- Innlån med sikkerhetsstillelse		-530	-404	-1 466
Skattekostnad		-2 040	-940	-5 050
Renteinntekt/kostnad		18	2	10
Annen inntekt/kostnad		-	3	-13
Porteføljeresultat før gevinst/tap valuta		738 353	-170 562	-485 192
Gevinst/tap valuta	9	-59 836	-182 666	223 611
Porteføljeresultat		678 517	-353 229	-261 581
Forvaltningsgodtgjøring	10	-1 215	-1 370	-4 544
Resultat og totalresultat		677 303	-354 598	-266 126

Balanse

Beløp i millioner kroner	Note	31.03.2019	31.12.2018
Eiendeler			
Innskudd i banker		14 996	11 561
Utlån med sikkerhetsstillelse		212 044	216 768
Avgitt kontantsikkerhet		186	1 806
Uoppgjorte handler		55 075	13 767
Aksjer	5	5 601 728	5 048 647
Utlånte aksjer	5	589 175	437 651
Obligasjoner	5	2 108 152	1 996 929
Utlånte obligasjoner	5	426 703	662 920
Finansielle derivater	5	4 220	3 576
Unotert eiendom	6	245 237	243 818
Andre eiendeler		3 722	3 448
Sum eiendeler		9 261 238	8 640 892
Gjeld og eiers kapital			
Innlån med sikkerhetsstillelse		229 716	360 105
Mottatt kontantsikkerhet		5 856	5 017
Uoppgjorte handler		85 232	15 565
Finansielle derivater	5	2 296	4 222
Annen gjeld		419	37
Skyldig forvaltningsgodtgjøring	10	1 215	4 544
Sum gjeld		324 734	389 491
Eiers kapital		8 936 504	8 251 401
Sum gjeld og eiers kapital		9 261 238	8 640 892

Kontantstrømoppstilling

Beløp i millioner kroner, innbetaling (+) / utbetaling (-)	Note	Hittil i år 31.03.2019	Hittil i år 31.03.2018	2018
Operasjonelle aktiviteter				
Innbetaling av utbytte fra aksjer		32 146	25 092	146 082
Innbetaling av renter fra obligasjoner		17 794	17 266	70 360
Innbetaling av renter og utbytte fra unotert eiendom	6	1 162	1 048	5 822
Netto innbetaling av renter og honorar fra utlån og innlån med sikkerhetsstillelse		379	868	3 330
<i>Innbetalinger av utbytte, renter og honorar fra beholdninger i aksjer, obligasjoner og unotert eiendom</i>		<i>51 481</i>	<i>44 273</i>	<i>225 594</i>
Netto kontantstrøm ved kjøp og salg av aksjer		-106 308	-24 632	-345 478
Netto kontantstrøm ved kjøp og salg av obligasjoner		159 020	-13 716	36 052
Netto kontantstrøm til investeringer i unotert eiendom	6	-375	493	-8 638
Netto kontantstrøm finansielle derivater		-1 941	4 284	11 494
Netto kontantstrøm kontantsikkerhet ved derivattransaksjoner		2 975	-1 656	-1 685
Netto kontantstrøm utlån og innlån med sikkerhetsstillelse		-102 350	2 642	59 834
Netto utbetaling av skatt		-2 610	-872	-4 343
Netto kontantstrøm knyttet til renter på innskudd i banker og kassekreditt		11	-	-14
Netto kontantstrøm knyttet til annen inntekt/kostnad, andre eiendeler og annen gjeld		-236	66	263
Utbetaling forvaltningsgodtgjøring til Norges Bank ¹	10	-4 544	-	-4 728
Netto innbetaling/utbetaling fra operasjonelle aktiviteter		-4 878	10 882	-31 650
Finansieringsaktiviteter				
Tilførsel fra den norske stat ²		8 583	-	42 320
Uttak fra den norske stat ²		-	-6 399	-9 799
Netto innbetaling/utbetaling fra finansieringsaktiviteter		8 583	-6 399	32 520
Netto endring innskudd i banker				
Innskudd i banker per 1. januar		11 561	11 027	11 027
Netto økning/reduksjon av kontanter i perioden		3 705	4 482	870
Netto gevinst/tap valuta på kontanter		-270	2 065	-336
Innskudd i banker per periodens slutt		14 996	17 574	11 561

¹ Forvaltningsgodtgjøringen som fremkommer i *Kontantstrømoppstillingen* for en periode er oppgjør av godtgjøring påløpt og resultatført i forrige år. Skyldig forvaltningsgodtgjøring for 2018 ble trukket fra kronekontoen og utbetalt i første kvartal 2019. Skyldig forvaltningsgodtgjøring for 2017 ble trukket fra kronekontoen i første kvartal 2018, men var uoppgjort per 31. mars 2018.

² 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 2018	3 332 540	5 151 187	8 483 727
Resultat og totalresultat	-	-354 598	-354 598
Uttak i perioden ¹	-6 000	-	-6 000
31. mars 2018	3 326 540	4 796 589	8 123 128
1. april 2018	3 326 540	4 796 589	8 123 128
Resultat og totalresultat	-	88 472	88 472
Tilførsel i perioden	43 200	-	43 200
Uttak i perioden	-3 400	-	-3 400
31. desember 2018	3 366 340	4 885 061	8 251 401
1. januar 2019	3 366 340	4 885 061	8 251 401
Resultat og totalresultat	-	677 303	677 303
Tilførsel i perioden ¹	7 800	-	7 800
31. mars 2019	3 374 140	5 562 364	8 936 504

¹ I første kvartal 2019 ble 7,8 milliarder kroner tilført kronekontoen. Av dette ble 4,5 milliarder kroner benyttet til å betale skyldig forvaltningsgodtgjøring for 2018 og 3,3 milliarder kroner ble overført til investeringsporteføljen. I første kvartal 2018 ble 10,7 milliarder kroner trukket fra kronekontoen. Av dette ble 4,7 milliarder kroner benyttet til å betale skyldig forvaltningsgodtgjøring for 2017.

Norges Banks hovedstyre
Oslo, 26. april 2019



Øystein Olsen
leder av 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. Norges Bank forvalter Statens pensjonsfond utland (SPU) på vegne av Finansdepartementet i henhold til lov om Statens pensjonsfond § 2 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 aksjer, rentepapirer og fast eiendom. 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 kvartalsregnskapet

Kvartalsregnskapet til Norges Bank for første kvartal 2019, som kun omfatter regnskapsrapporteringen for SPU, ble godkjent av hovedstyret 26. april 2019.

Note 2 Regnskapsprinsipper

Grunnlag for utarbeidelse av kvartalsregnskapet

Forskrift om årsregnskap m.m. for Norges Bank (forskriften), 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 kvartal 2019 er utarbeidet i samsvar med IAS 34 *Delårsrapportering*, med de tillegg og unntak som følger av forskriften. Kvartalsregnskapet 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 2018. Fordi et sammendratte kvartalsregnskap ikke inneholder all informasjon og tilleggsopplysninger som må gis i et årsregnskap, bør det leses i sammenheng med årsrapporten for 2018.

IFRS 16 *Leieavtaler* som omhandler innregning av leieavtaler og tilhørende noteopplysninger, ble implementert av Norges Bank 1. januar 2019 og erstattet da IAS 17 *Leieavtaler*. Implementeringen av IFRS 16 hadde ingen virkning på regnskapsrapporteringen for SPU.

Vesentlige estimater og skjønnsmessige vurderinger

Utarbeidelsen av kvartalsregnskapet 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 kvartalsregnskapet 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. For ytterligere informasjon vises det til de relevante notene i årsrapporten for 2018.

Note 3 Avkastning

Tabell 3.1 Avkastning

	1. kvartal 2019	1. kvartal 2018	2018
Avkastning målt i fondets valutakurv (prosent)			
Aksjeinvesteringenes avkastning	12,22	-2,22	-9,49
Renteinvesteringenes avkastning	2,87	-0,37	0,56
Unotert eiendoms avkastning	1,72	2,50	7,53
Fondets avkastning	9,10	-1,53	-6,12
Fondets relative avkastning (prosentpoeng)	0,18	0,13	-0,30
Avkastning målt i norske kroner (prosent)			
Aksjeinvesteringenes avkastning	11,31	-4,84	-6,56
Renteinvesteringenes avkastning	2,04	-3,03	3,82
Unotert eiendoms avkastning	0,90	-0,24	11,02
Fondets avkastning	8,22	-4,16	-3,07

For nærmere informasjon om beregningsmetodene i avkastningsmålingen, se note 3 *Avkastning* i årsrapporten for 2018.

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	1. kvartal 2019	1. kvartal 2018	2018
Utbytte	39 072	30 165	147 630
Realisert gevinst/tap	27 642	77 777	190 643
Urealisert gevinst/tap	596 971	-277 924	-855 488
Inntekt/kostnad fra aksjer før gevinst/tap valuta	663 685	-169 981	-517 214

Tabell 4.2 Spesifikasjon av Inntekt/kostnad fra obligasjoner

Beløp i millioner kroner	1. kvartal 2019	1. kvartal 2018	2018
Renter	16 488	16 447	69 505
Realisert gevinst/tap	1 664	-4 021	-17 918
Urealisert gevinst/tap	53 739	-18 729	-37 020
Inntekt/kostnad fra obligasjoner før gevinst/tap valuta	71 891	-6 303	14 568

Tabell 4.3 Spesifikasjon av Inntekt/kostnad fra finansielle derivater

Beløp i millioner kroner	1. kvartal 2019	1. kvartal 2018	2018
Renter	219	262	541
Realisert gevinst/tap ¹	576	586	2 187
Urealisert gevinst/tap	-21	83	91
Inntekt/kostnad fra finansielle derivater før gevinst/tap valuta	774	932	2 819

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

Note 5 Beholdninger av aksjer, obligasjoner og finansielle derivater

Tabell 5.1 Aksjer

Beløp i millioner kroner	31.03.2019		31.12.2018	
	Virkelig verdi inkl. utbytte	Opptjent utbytte	Virkelig verdi inkl. utbytte	Opptjent utbytte
Aksjer	6 190 903	14 585	5 486 298	7 659
Sum aksjer	6 190 903	14 585	5 486 298	7 659
<i>Herav utlånte aksjer</i>	<i>589 175</i>		<i>437 651</i>	

Tabell 5.2 Obligasjoner

Beløp i millioner kroner	31.03.2019			31.12.2018		
	Nominell verdi	Virkelig verdi inkl. opp-tjente renter	Opp-tjente renter	Nominell verdi	Virkelig verdi inkl. opp-tjente renter	Opp-tjente renter
Statsobligasjoner	1 269 251	1 350 244	9 886	1 370 667	1 433 456	9 859
Statsrelaterte obligasjoner	322 589	339 650	2 050	325 968	336 579	1 917
Realrenteobligasjoner	124 259	132 280	315	135 717	139 396	398
Selskapsobligasjoner	561 083	573 714	4 810	616 264	609 314	6 031
Pantesikrede obligasjoner	144 818	138 966	776	138 121	141 105	938
Sum obligasjoner	2 422 000	2 534 855	17 837	2 586 737	2 659 849	19 144
<i>Herav utlånte obligasjoner</i>		<i>426 703</i>			<i>662 920</i>	

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 selskaps-hendelser. I tillegg benytter SPU aksjebytte-avtaler i kombinasjon med kjøp eller salg av aksjer. Aksjebytteavtalene innregnes ikke i balansen. Se note 12 *Utlån og innlån med sikkerhetsstillelse* i årsrapporten for 2018 for ytterligere informasjon.

Tabell 5.3 spesifiserer finansielle derivater innregnet i balansen.

Tabell 5.3 Finansielle derivater

Beløp i millioner kroner	31.03.2019			31.12.2018		
	Pålydende verdi	Virkelig verdi		Pålydende verdi ¹	Virkelig verdi	
		Eiendel	Gjeld		Eiendel	Gjeld
Valutaderivater	159 433	3 109	1 598	225 766	3 022	3 863
Rentederivater	34 846	955	698	25 693	504	358
Aksjederivater ²	-	157	-	-	50	-
Børsnoterte futureskontrakter ³	36 972	-	-	35 861	-	-
Sum finansielle derivater	231 251	4 220	2 296	287 320	3 576	4 222

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

² Aksjederivater består av rights og warrants. Pålydende verdi anses å ikke være relevant for disse derivatene og er derfor ikke inkludert i tabellen.

³ Børsnoterte futureskontrakter gjøres opp daglig med marginbetalinger og virkelig verdi er derfor null ved balansedagen.

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. I første kvartal 2019 ble metoden for å beregne pålydende verdi for valutaderivater endret.

Absolutt verdi av valutaen som skal kjøpes eller selges i valutakontraktene legges nå til grunn som pålydende verdi. Endringen i metode anses å gi mer relevant informasjon om mengden valuta som handles under valutakontrakter.

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 2018.

I tabellene nedenfor gis en spesifisering 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 2018.

Tabell 6.1 Inntekt/kostnad fra unotert eiendom

Beløp i millioner kroner	1. kvartal 2019	1. kvartal 2018	2018
Innbetaling av renter og utbytte fra unotert eiendom	1 162	1 048	5 822
Urealisert gevinst/tap	2 233	3 760	10 599
Inntekt/kostnad fra unotert eiendom før gevinst/tap valuta	3 395	4 808	16 421

Tabell 6.2 Balanseendringer unotert eiendom

Beløp i millioner kroner	31.03.2019	31.12.2018
Unotert eiendom, inngående balanse for perioden	243 818	217 160
Netto kontantstrøm til investeringer i unotert eiendom	375	8 638
Urealisert gevinst/tap	2 233	10 599
Gevinst/tap valuta	-1 190	7 421
Unotert eiendom, utgående balanse for perioden	245 237	243 818

Tabell 6.3 spesifiserer kontantstrømmer mellom SPU og datterselskaper presentert som *Unotert eiendom* slik det fremkommer i kontantstrømoppstillingen.

Tabell 6.3 Kontantstrøm til/fra datterselskaper unotert eiendom

Beløp i millioner kroner	Hittil i år 31.03.2019	Hittil i år 31.03.2018	2018
Renter og utbytte fra ordinær drift	1 162	941	4 440
Renter og utbytte fra salg	-	106	1 381
Innbetaling av renter og utbytte fra unotert eiendom	1 162	1 048	5 822
Utbetaling til nye eiendomsinvesteringer	-337	-3	-12 710
Innbetaling fra salg	-	519	4 717
Utbetaling til utvikling av bygninger	-308	-278	-1 562
Innbetaling fra ordinær drift	270	255	1 430
Netto utbetaling ekstern gjeld	-	-	-513
Netto kontantstrøm til investeringer i unotert eiendom	-375	493	-8 638

Underliggende eiendomsselskaper

Datterselskapene har investeringer i andre ikke-konsoliderte unoterte selskaper. For ytterligere informasjon, se note 15 *Interesser i andre foretak* i årsrapporten for 2018.

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. kvartal 2019	1. kvartal 2018	2018
Netto leieinntekter	2 515	2 295	9 312
Ekstern eiendomsforvaltning - faste honorarer	-145	-138	-506
Ekstern eiendomsforvaltning - variable honorarer	5	-44	-88
Intern eiendomsforvaltning - faste honorarer ¹	-16	-9	-38
Forvaltningskostnader innenfor rammen fra Finansdepartementet ²	-16	-19	-88
Andre driftskostnader, utenfor rammen fra Finansdepartementet	-10	-31	-94
Rentekostnader ekstern gjeld	-126	-123	-506
Betalbar skatt	-35	-53	-256
<i>Netto inntekt fra ordinær drift</i>	<i>2 172</i>	<i>1 878</i>	<i>7 736</i>
Realisert gevinst/tap - bygninger	2	-70	1 212
Urealisert gevinst/tap - bygninger	1 443	3 180	7 807
Urealisert gevinst/tap - gjeld	-129	240	233
Urealisert gevinst/tap - andre eiendeler og forpliktelser	-92	-382	-176
<i>Realisert og urealisert gevinst/tap</i>	<i>1 223</i>	<i>2 968</i>	<i>9 077</i>
Dokumentavgift og tinglysningsgebyr	-	-	-147
Due diligence og forsikring	-	-39	-244
<i>Transaksjonskostnader ved kjøp og salg</i>	<i>-</i>	<i>-39</i>	<i>-391</i>
Netto inntekt underliggende eiendomsselskaper	3 395	4 808	16 421

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

² Se tabell 10.2 for spesifisering 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* som presentert i tabell 6.2.

Tabell 6.5 Eiendeler og forpliktelser underliggende eiendomsselskaper

Beløp i millioner kroner	31.03.2019	31.12.2018
Bygninger	264 220	262 364
Ekstern gjeld	-18 366	-18 361
Netto andre eiendeler og forpliktelser ¹	-618	-185
Sum eiendeler og forpliktelser underliggende eiendomsselskaper	245 237	243 818

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



Avtaler om kjøp og salg av eiendom

36

Tabell 6.6 spesifiserer annonserte avtaler om kjøp og salg av bygninger som ikke er gjennomført på balansedagen.

Tabell 6.6 Annonserte avtaler om kjøp og salg av bygninger¹

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
Kjøp	79 Avenue des Champs-Élysées	Paris	100,0	EUR	613	4. kv. 2018	4. kv. 2019

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

² Oppgitt pris er for SPUs andel.

Note 7 Måling til virkelig verdi

Virkelig verdi for majoriteten av eiendeler og gjeld er basert på offisielle sluttkurser og observerbare markedspriser. Dersom markedet ikke er aktivt, fastsettes virkelig verdi ved hjelp av standard verdsettelsesmodeller. Måling til virkelig verdi kan være komplekst og kreve skjønsmessige 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 2018.

Vesentlig estimat

Nivå 3-investeringer består av instrumenter holdt til virkelig verdi, men som ikke handles eller prises i et aktivt marked. Virkelig verdi er fastsatt ved bruk av verdsettelsesteknikker som bruker modeller med betydelig bruk av ikke-observerbare inndata. Å fastsette 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	
	31.03.2019	31.12.2018	31.03.2019	31.12.2018	31.03.2019	31.12.2018	31.03.2019	31.12.2018
Aksjer	6 149 461	5 450 137	41 209	35 808	233	353	6 190 903	5 486 298
Statsobligasjoner	1 284 300	1 331 386	65 944	102 070	-	-	1 350 244	1 433 456
Statsrelaterte obligasjoner	286 783	284 545	52 456	51 609	411	425	339 650	336 579
Realrenteobligasjoner	125 380	131 271	6 900	8 125	-	-	132 280	139 396
Selskapsobligasjoner	529 283	519 829	44 406	89 457	24	28	573 714	609 314
Pantesikrede obligasjoner	119 744	126 377	19 223	14 728	-	-	138 966	141 105
Sum obligasjoner	2 345 490	2 393 408	188 929	265 989	435	453	2 534 855	2 659 849
Finansielle derivater (eiendeler)	82	20	4 135	3 544	3	12	4 220	3 576
Finansielle derivater (gjeld)	-	-	-2 296	-4 222	-	-	-2 296	-4 222
Sum finansielle derivater	82	20	1 839	-678	3	12	1 924	-646
Unotert eiendom	-	-	-	-	245 237	243 818	245 237	243 818
Annet (eiendeler)¹	-	-	286 023	247 351	-	-	286 023	247 351
Annet (gjeld)²	-	-	-321 223	-380 724	-	-	-321 223	-380 724
Totalt	8 495 033	7 843 565	196 777	167 746	245 908	244 636	8 937 719	8 255 945
Totalt (prosent)	95,0	95,0	2,2	2,0	2,8	3,0	100,0	100,0

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

² 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 kvartal 2019 var 97,2 prosent av porteføljen klassifisert som nivå 1 eller 2, som er en liten økning sammenlignet med årsslutt 2018.

Aksjer

Målt som en andel av total verdi er tilnærmet alle aksjer (99,33 prosent) verdsatt basert på offisielle sluttkurser fra børs og klassifisert som nivå 1. Et mindre antall aksjer (0,67 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 (mindre enn 0,01 prosent) som ikke er notert eller hvor handel 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 (92,53 prosent) har observerbare markedskurser i aktive markeder og er klassifisert som nivå 1. 7,45 prosent av obligasjonsbeholdningene er klassifisert som nivå 2. Dette er beholdninger som ikke har et tilstrekkelig antall observerbare og tilgjengelige kurser eller som er priset basert på sammenlignbare likvide obligasjoner. Enkelte obligasjoner (0,02 prosent) 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 verdsettere. 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 verdsettere ikke gjenspeiler virkelig verdi, slik at justering av verdsettelse er berettiget.

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 verdsatt 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

Reklassifisering mellom nivå 1 og nivå 2

Andelen av aksjer klassifisert som nivå 1 er redusert marginalt med 0,01 prosentpoeng sammenlignet med årsslutt 2018.

Andelen av obligasjoner klassifisert som nivå 1 har økt med 2,55 prosentpoeng sammenlignet med årsslutt og andelen klassifisert som nivå 2 er tilsvarende redusert. Hovedårsaken til reklassifiseringer fra nivå 2 til nivå 1 er økt likviditet for obligasjoner i fremvoksende markeder og selskapsobligasjoner denominert i amerikanske dollar. Dette bekrefter et tidligere observert mønster hvor enkelte obligasjoner har lavere likviditet ved årsslutt sammenlignet med andre kvartaler.

I tillegg til reklassifisering mellom nivåer, er nivå 2 beholdninger redusert som følge av at en rekke statsobligasjoner klassifisert som nivå 2 ved årsslutt har forfalt i første kvartal.

Tabell 7.2 Endringer i nivå 3-beholdninger

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	31.03.2019
Aksjer	353	-	-	-	-103	30	-43	-3	233
Obligasjoner	453	-	-	-13	1	-	-3	-2	435
Finansielle derivater (eiendeler)	12	-	-	-	-7	-	-2	-	3
Unotert eiendom ¹	243 818	375	-	-	2 233	-	-	-1 190	245 237
Totalt	244 636	375	-	-13	2 124	30	-48	-1 195	245 908

Beløp i millioner kroner	01.01.2018	Kjøp	Salg	Forfalte og innbetalte	Netto gevinst/tap	Overført til nivå 3	Overført fra nivå 3	Gevinst/tap valuta	31.12.2018
Aksjer	11 373	39	-480	-11	77	45	-10 705	15	353
Obligasjoner	2 772	2	-17	-87	-34	-	-2 215	32	453
Finansielle derivater (eiendeler)	-	12	-	-	-	-	-	-	12
Unotert eiendom ¹	217 160	8 638	-	-	10 599	-	-	7 421	243 818
Totalt	231 305	8 691	-497	-98	10 642	45	-12 920	7 468	244 636

¹ Kjøp representerer netto kontantstrøm til investeringer i unotert eiendom. Se tabell 6.3 i note 6 Unotert eiendom.

Den relative andelen av beholdninger klassifisert som nivå 3 var 2,8 prosent ved utgangen av første kvartal, en nedgang fra 3,0 prosent ved årsslutt 2018. SPU-s samlede beholdninger i nivå 3 av verdsettelseshierarkiet utgjorde 245 908 millioner kroner ved utgangen av kvartalet, en økning på 1 272 millioner kroner fra årsslutt. 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 er redusert med 0,01 prosentpoeng sammenlignet med årsslutt 2018. Reduksjonen skyldes hovedsakelig redusert verdi av aksjer suspendert fra handel. For obligasjoner er den relative andelen klassifisert som nivå 3 uendret sammenlignet med årsslutt 2018.

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 spesifisering av nivå 3 og sensitiviteter

Beløp i millioner kroner	Spesifisering nivå 3 per 31.03.2019	Sensiviteter 31.03.2019		Spesifisering av nivå 3 per 31.12.2018	Sensiviteter 31.12.2018	
		Ufordelaktige endringer	Fordelaktige endringer		Ufordelaktige endringer	Fordelaktige endringer
Aksjer	233	-77	77	353	-116	116
Statsrelaterte obligasjoner	411	-41	41	425	-43	43
Selskapsobligasjoner	24	-2	2	28	-3	3
Sum obligasjoner	435	-43	43	453	-45	45
Finansielle derivater (eiendeler)	3	-3	-	12	-1	1
Unotert eiendom	245 237	-12 563	17 662	243 818	-14 627	17 888
Totalt	245 908	-12 686	17 782	244 636	-14 790	18 050

Eiendomsverdiene er spesielt sensitive til endringer i avkastningskrav (diskonteringsrente) og forutsetninger som påvirker fremtidige inntekter. Under en ufordelaktig endring er det beregnet at en økning i avkastningskrav på 0,2 prosentpoeng og en reduksjon i fremtidige leieinntekter på 2 prosent vil redusere eiendomsporteføljens verdi med om lag 12 563 millioner kroner eller 5,1 prosent (6,0 prosent ved årsslutt 2018). Under en fordelaktig endring vil en

reduksjon i avkastningskrav på 0,2 prosentpoeng og en økning i fremtidige leieinntekter på 2 prosent øke eiendomsporteføljens verdi med om lag 17 662 millioner kroner eller 7,2 prosent (7,3 prosent ved årsslutt 2018).

Sensitivitet for aksjer, obligasjoner og finansielle derivater er tilnærmet uendret sammenlignet med årsslutt 2018.

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 2018.

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 for den faktiske porteføljen og den relative markedsrisikoen for plasseringer for SPU.

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 ¹		Markedsverdi i prosent per aktivaklasse		Eiendeler minus gjeld før forvaltningsgodtgjøring		
		31.03.2019	Marked	31.12.2018	31.03.2019	31.12.2018	31.03.2019	31.12.2018
Aksjer	Utviklet	88,7	Utviklet	89,0				
	USA	39,1	USA	38,4				
	Storbritannia	9,0	Storbritannia	9,4				
	Japan	8,5	Japan	8,8				
	Frankrike	5,1	Frankrike	5,1				
	Tyskland	4,7	Tyskland	4,9				
	Sum andre	22,3	Sum andre	22,5				
	Fremvoksende	11,3	Fremvoksende	11,0				
	Kina	4,0	Kina	3,6				
	Taiwan	1,6	Taiwan	1,7				
	India	1,2	India	1,2				
	Brasil	0,9	Brasil	1,0				
	Sør-Afrika	0,7	Sør-Afrika	0,7				
	Sum andre	2,8	Sum andre	2,8				
Sum aksjer					69,21	66,34	6 185 962	5 477 159
Obligasjoner	Utviklet	91,9	Utviklet	91,8				
	Amerikanske dollar	45,6	Amerikanske dollar	44,6				
	Euro	25,8	Euro	26,1				
	Japanske yen	7,2	Japanske yen	7,7				
	Britiske pund	3,9	Britiske pund	4,2				
	Kanadiske dollar	3,5	Kanadiske dollar	3,3				
	Sum andre	5,8	Sum andre	5,9				
	Fremvoksende	8,1	Fremvoksende	8,2				
	Meksikanske peso	1,6	Meksikanske peso	1,7				
	Sørkoreanske won	1,2	Sørkoreanske won	1,3				
	Indonesiske rupiah	1,1	Indonesiske rupiah	1,1				
	Malaysiske ringgit	0,7	Indiske rupi	0,7				
	Brasilianske real	0,7	Malaysiske ringgit	0,6				
	Sum andre	2,8	Sum andre	2,9				
Sum obligasjoner					28,02	30,68	2 504 544	2 532 774
Unotert eiendom	USA	47,7	USA	47,8				
	Storbritannia	23,2	Storbritannia	23,0				
	Frankrike	16,3	Frankrike	16,5				
	Sveits	3,6	Sveits	3,7				
	Tyskland	3,5	Tyskland	3,5				
	Sum andre	5,7	Sum andre	5,5				
Sum unotert eiendom					2,77	2,98	247 213	246 013

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

Ved utgangen av første kvartal var aksjeandelen i fondet 69,2 prosent, mot 66,3 prosent ved årsslutt 2018. Obligasjonsporteføljens andel av fondet var 28,0 prosent, mens den var 30,7 prosent ved utgangen av 2018. Unotert eiendoms andel av fondet var 2,8 prosent ved utgangen av første kvartal, sammenlignet med 3,0 prosent ved årsslutt 2018.

Volatilitet

Risikomodeller benyttes for å kvantifisere risiko for svingninger i verdi knyttet til hele eller deler

av porteføljen. Ett av risikomålene er forventet volatilitet. Tabell 8.2 og 8.3 presenterer risiko både i form av porteføljens absolutte risiko og i form av den relative risikoen. 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.

Tabell 8.2 Porteføljrisiko, forventet volatilitet, prosent

	Forventet volatilitet, faktisk portefølje							
	31.03.2019	Min 2019	Maks 2019	Snitt 2019	31.12.2018	Min 2018	Maks 2018	Snitt 2018
Porteføljen	7,9	7,9	8,6	8,1	8,6	8,5	11,0	9,5
Aksjer	10,2	10,2	11,5	10,7	11,6	11,4	13,7	12,4
Obligasjoner	6,8	6,7	6,9	6,8	7,0	6,8	9,4	7,8
Unotert eiendom	8,8	8,7	9,4	9,0	9,3	9,2	11,9	10,4

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

	Forventet relativ volatilitet							
	31.03.2019	Min 2019	Maks 2019	Snitt 2019	31.12.2018	Min 2018	Maks 2018	Snitt 2018
Porteføljen	31	31	34	33	33	29	37	31

Risiko målt ved forventet volatilitet viser en forventet årlig verdisvingning i fondet på 7,9 prosent, eller om lag 710 milliarder kroner, ved utgangen av første kvartal 2019, mot 8,6 prosent ved årsslutt 2018. Aksjeinvesteringenes forventede volatilitet var 10,2 prosent ved kvartalsslutt, ned fra 11,6 prosent ved årsslutt

2018, mens renteinvesteringenes forventede volatilitet var 6,8 prosent, mot 7,0 prosent ved årsslutt 2018. Nedgangen i fondets forventede volatilitet i første kvartal 2019 skyldes hovedsakelig mindre prissvingninger i aksjemarkedene for de siste tre årene enn det som var tilfellet ved utgangen av 2018.

Fondets forventede relative volatilitet var 31 basispunkter ved utgangen av første kvartal, sammenlignet med 33 basispunkter ved årsslutt 2018.

Forventet ekstremavviksrisiko er et halerisikomål som måler forventet tap i ekstreme markedsituasjoner. 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 skal overstige 3,75 prosentpoeng. Ved utgangen av første kvartal var ekstremavviksrisikoen 1,45 prosentpoeng, sammenlignet med 1,37 prosentpoeng ved årsslutt 2018.

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 Obligasjonsporteføljen fordelt etter kredittvurdering

Beløp i millioner kroner, 31.03.2019	AAA	AA	A	BBB	Lavere vurdering	Totalt
Statsobligasjoner	731 903	177 799	295 689	101 732	43 122	1 350 244
Statsrelaterte obligasjoner	149 939	129 704	42 962	16 157	887	339 650
Realrenteobligasjoner	104 932	15 297	6 106	5 944	-	132 280
Selskapsobligasjoner	5 914	43 736	218 941	296 917	8 205	573 714
Pantesikrede obligasjoner	113 863	21 175	2 412	1 108	408	138 966
Sum obligasjoner	1 106 552	387 711	566 111	421 859	52 622	2 534 855

Beløp i millioner kroner, 31.12.2018	AAA	AA	A	BBB	Lavere vurdering	Totalt
Statsobligasjoner	739 266	186 417	358 892	101 955	46 926	1 433 456
Statsrelaterte obligasjoner	145 988	127 414	46 766	15 274	1 136	336 579
Realrenteobligasjoner	114 351	12 444	6 007	6 190	403	139 396
Selskapsobligasjoner	5 965	51 202	224 458	318 135	9 553	609 314
Pantesikrede obligasjoner	114 035	23 461	2 408	786	414	141 105
Sum obligasjoner	1 119 606	400 939	638 532	442 341	58 431	2 659 849

Andelen av obligasjonsbeholdningen kategorisert med kredittvurdering A falt til 22,3 prosent ved slutten av første kvartal fra 24,0 prosent ved årsslutt 2018, hovedsakelig som følge av en reduksjon i japanske statsobligasjoner. Andelen av obligasjonsbeholdningen med kredittvurdering AAA økte med 1,6 prosentpoeng til 43,7 prosent i kvartalet. Andelen av obligasjonsbeholdningen i kategorien *Lavere vurdering* ble redusert til

2,1 prosent av obligasjonsbeholdningen ved utgangen av første kvartal fra 2,2 prosent ved årsslutt 2018. Totalt sett er kredittkvaliteten noe forbedret 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	
	31.03.2019	31.12.2018
Verdipapirutlån	76 479	67 110
Usikrede bankinnskudd ¹ og verdipapirer	27 205	23 619
Derivater inklusive valutakontrakter	18 796	22 529
Oppgjørssisiko på motpart og transaksjoner med lang oppgjørstid	6 228	4 437
Gjenkjøps- og gjensalgsvtaler ²	3 205	4 780
Totalt	131 913	122 475

¹ Beløpet inkluderer også bankinnskudd i ikke-konsoliderte datterselskaper.

² Sammenligningstall er omarbeidet for å reflektere en korleksjon i datagrunnlaget benyttet i beregningen.

Total motpartsrisikoeksponering økte til 131,9 milliarder kroner ved utgangen av første kvartal, fra 122,5 milliarder kroner ved utgangen av 2018. Det største bidraget til økningen var i risikoeksponering fra verdipapirutlån. Gjennom verdipapirutlånsprogrammet lånes det ut både aksjer og obligasjoner. Risikoeksponeringen for programmet økte til 76,5 milliarder kroner ved

utgangen av første kvartal, fra 67,1 milliarder kroner ved årsslutt 2018, hovedsakelig som følge av økt utlån av aksjer. Motpartsrisikoeksponeringen fra utlånsaktiviteten utgjorde 58 prosent av den totale motpartsrisikoeksponeringen til fondet ved utgangen av kvartalet.

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 2018.

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. kvartal 2019	1. kvartal 2018	2018
Gevinst/tap valuta - USD/NOK	-15 131	-104 679	163 983
Gevinst/tap valuta - EUR/NOK	-35 663	-25 049	14 654
Gevinst/tap valuta - JPY/NOK	-9 329	9 313	50 721
Gevinst/tap valuta - GBP/NOK	10 108	-2 501	-1 329
Gevinst/tap valuta - andre	-9 821	-59 750	-4 418
Gevinst/tap valuta	-59 836	-182 666	223 611

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 tilsvarer 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. kvartal 2019		1. kvartal 2018		2018	
		Basis-punkter		Basis-punkter		Basis-punkter
Lønn, arbeidsgiveravgift og andre personalkostnader	390		305		1 262	
Kostnader til depot	88		84		385	
IT-tjenester, systemer, data og informasjon	137		155		651	
Analyse, konsulent og juridiske tjenester	56		69		282	
Øvrige kostnader	103		85		400	
Fordelte kostnader Norges Bank	46		43		167	
Faste honorarer til eksterne forvaltere	183		247		724	
Forvaltningsgodtgjøring eksklusive avkastningsavhengige honorarer	1 004	4,7	987	4,7	3 872	4,6
Avkastningsavhengige honorarer til eksterne forvaltere	211		383		673	
Forvaltningsgodtgjøring	1 215	5,7	1 370	6,6	4 544	5,4

Forvaltningskostnader i datterselskaper

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

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

Tabell 10.2 Forvaltningskostnader datterselskaper eiendom

Beløp i millioner kroner	1. kvartal 2019		1. kvartal 2018		2018	
		Basis-punkter		Basis-punkter		Basis-punkter
Lønn, arbeidsgiveravgift og andre personalkostnader	7		7		25	
IT-tjenester, systemer, data og informasjon	5		8		41	
Analyse, konsulent og juridiske tjenester	7		5		30	
Øvrige kostnader	5		4		13	
Sum forvaltningskostnader datterselskaper eiendom	25	0,1	24	0,1	108	0,1
<i>Herav forvaltningskostnader ikke-konsoliderte datterselskaper</i>	16		19		88	
<i>Herav forvaltningskostnader konsoliderte datterselskaper</i>	9		5		20	

Øvre ramme for dekning av forvaltningskostnader

Finansdepartementet har fastsatt en øvre ramme for dekning av forvaltningskostnader. Norges Bank godtgjøres kun for påløpte kostnader innenfor denne rammen. Norges Bank godtgjøres også for avkastningsavhengige honorarer til eksterne forvaltere, disse 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 2019 begrenset oppad til 7,0 basispunkter av gjennomsnittlig kapital under forvaltning. I henhold til retningslinjer fra Finansdepartementet, er gjennomsnittlig kapital under forvaltning beregnet basert på markedsverdien til investeringsporteføljen i norske kroner ved inngangen til hver måned i kalenderåret.

Samlede forvaltningskostnader som måles mot den øvre kostnadsrammen utgjorde 1 029 millioner kroner i første kvartal 2019. Av dette utgjorde forvaltningskostnader i Norges Bank eksklusive avkastningsavhengige honorarer 1 004 millioner kroner og forvaltningskostnader i datterselskaper 25 millioner kroner. Dette tilsvarer 4,8 basispunkter av forvaltet kapital.

Samlede forvaltningskostnader, inklusive avkastningsavhengige honorarer til eksterne forvaltere, utgjorde 1 240 millioner kroner i første kvartal 2019. Dette tilsvarer 5,8 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 31. mars 2019, resultatregnskap, oppstilling av endringer i eiers kapital og kontantstrømoppstilling for tremånedersperioden avsluttet denne dato, og utvalgte forklarende noter. Hovedstyret og ledelsen er ansvarlig for utarbeidelsen av og fremstillingen av delårsrapporteringen i samsvar med International Accounting Standard 34 «Interim Financial Reporting» som fastsatt av EU. Vår oppgave er å avgi en uttalelse om delårsrapporteringen basert på vår forenklete revisorkontroll.

Omfanget av den forenklete revisorkontrollen

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

Konklusjon

Vi har ved vår forenklete revisorkontroll ikke blitt oppmerksomme på noe som gir oss grunn til å tro at den vedlagte delårsrapporteringen i det alt vesentlige ikke er utarbeidet i samsvar med International Accounting Standard 34 «Interim Financial Reporting» som fastsatt av EU.

Oslo, 26. april 2019

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