

3.KV. | 17

**STATENS
PENSJONSFOND
UTLAND**

**KVARTALSRAPPORT
/2017**

HOVUDPUNKT

Tal og fakta 3. kvartal 2017

3,2%

192 MRD. KR

Statens pensjonsfond utland fekk ei avkastning på **3,2** prosent, eller **192** milliardar kroner i tredje kvartal 2017.





**AKSJE-
INVESTERINGAR**

4,3 %



**RENTE-
INVESTERINGAR**

0,8 %



**UNOTERTE
EIGEDOMS-
INVESTERINGAR**

2,7 %

Avkastninga på aksjeinvesteringane til fondet var **4,3** prosent, mens renteinvesteringane fekk ei avkastning på **0,8** prosent. Investeringar i unotert eigedom fekk ei avkastning på **2,7** prosent.

Avkastninga på investeringane var **0,1** prosentpoeng høgare enn avkastninga på referanseindeksen som fondet blir målt mot.



7 952

MRD. KR

Ved utgangen av kvartalet var marknadsværdien av fondet **7 952** milliardar kroner. Fondet var investert med **65,9** prosent i aksjar, **31,6** prosent i rentepapir og **2,5** prosent i unotert eigedom.



**AKSJE-
INVESTERINGAR**

65,9 %



**RENTE-
INVESTERINGAR**

31,6 %



**UNOTERTE
EIGEDOMS-
INVESTERINGAR**

2,5 %

Innhald

1

INVESTERINGANE

Aksjeinvesteringane _____	6
Renteinvesteringane _____	9
Eigedomsinvesteringane _____	12

2

FORVALTNINGA

Forvaltninga _____	14
Risiko _____	15
Ansvarleg forvaltning _____	17

3

HOVUDTAL OG REKNESKAP

Hovudtal _____	19
Rekneskapsrapportering _____	22
Notar _____	27
Revisjonsmelding _____	49

WWW.NBIM.NO

Norges Bank Investment Management forvaltar Statens pensjonsfond utland. Oppdraget vårt er å vareta og utvikle finansielle verdier for framtidige generasjonar.

Investeringsane

AKSJEINVESTERINGANE

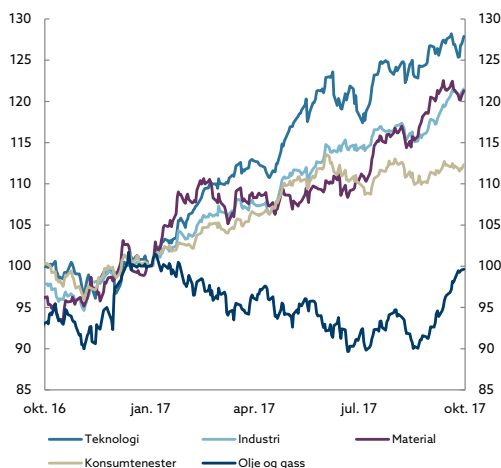
Aksjeinvesteringane, som utgjorde 65,9 prosent av fondet ved utgangen av kvartalet, fekk ei avkastning på 4,3 prosent. Avkastninga vart driven av gode makroøkonomiske nøkkeltal og selskap som rapporterte sterkare resultat enn venta. Generelt var dei globale aksjemarknadene prega av låg volatilitet, trass i politisk uvisse i kvartalet. Den amerikanske økonomien heldt fram å styrkje seg, og det var vidare fall i arbeidsløysa. I Europa vart konsumentane meir optimistiske og forbruket auka. Råvareprisane gjekk også opp i kvartalet. Det bidrog til god avkastning for selskap innanfor olje og gass, og materialselskap.

Sterkast avkastning i framveksande marknader

Nordamerikanske aksjar hadde ei avkastning på 3,4 prosent i kvartalet og stod for 38,2 prosent av aksjeinvesteringane til fondet. Avkastninga for aksjar noterte i USA, var 3,2 prosent, tilsvarande 4,6 prosent målt i lokal valuta. USA var den største enkeltmarknaden for fondet og stod for 35,9 prosent av aksjeinvesteringane.

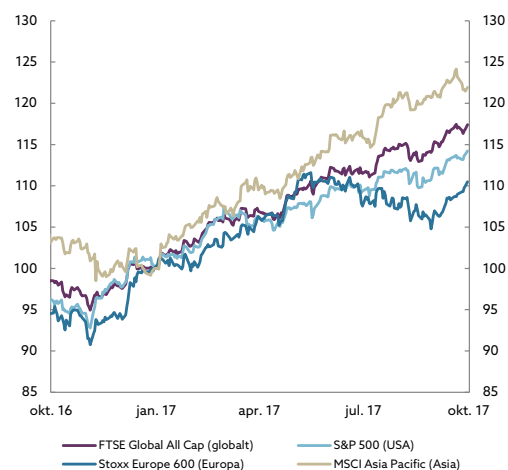
Europeiske aksjar hadde ei avkastning på 5,5 prosent i kvartalet. Totalt var 37,0 prosent av aksjeinvesteringane til fondet plassert i europeiske selskap. Aksjar noterte i Storbritannia hadde ei avkastning på 4,9 prosent, tilsvarande 2,9 prosent målt i lokal valuta. Dette var den største europeiske marknaden for fondet, og

Figur 1 Kursutviklinga i ulike aksjesektorar i FTSE Global All Cap-indeksen. Målt i amerikanske dollar. Indeksert totalavkastning 31.12.2016 = 100



Kjelde: FTSE

Figur 2 Kursutviklinga i regionale aksjemarknader. Målt i amerikanske dollar, med unntak av Stoxx Europe 600, som er målt i euro. Indeksert totalavkastning 31.12.2016 = 100



Kjelde: Bloomberg

9,7 prosent av aksjeinvesteringane var plasserte her.

Aksjar i Asia og Oseania hadde ei avkastning på 3,7 prosent og utgjorde 21,8 prosent av aksjeinvesteringane til fondet. Avkastninga for japanske aksjar var 3,7 prosent, tilsvarende 5,3 prosent målt i lokal valuta. Japanske aksjar utgjorde 8,9 prosent av aksjeinvesteringane.

Aksjar i framveksande marknader hadde ei avkastning på 6,4 prosent i kvartalet. Til saman var 10,2 prosent av aksjeinvesteringane til fondet plassert i framveksande marknader. Den kinesiske aksjemarknaden fekk ei avkastning på 10,4 prosent. Totalt var 3,2 prosent av aksjeinvesteringane til fondet plasserte her.

Høgast avkastning for olje- og gasselskap

Olje- og gasselskap hadde den høgaste avkastninga i kvartalet med 8,7 prosent. Avkastninga var driven av høgare oljepris. Oljeprisoppgangen hang saman med auka etterspurnad etter olje, normalisering av globale oljelager, OPECs disiplin i å halde kuttavtalen og nedjustering av produksjonen av amerikansk skiferolje.

Materialselskap hadde ei avkastning på 8,4 prosent. Høgare prisar for metall og kjemikal bidrog til den sterke avkastninga i kvartalet. Prisoppgangen var driven av auka etterspurnad kombinert med forsyningsproblem.

Tabell 1 Avkastninga på fondets aksjeinvesteringar i tredje kvartal 2017. Fordelt etter sektor. Prosent

Sektor	Avkastning i internasjonal valuta	Del av aksjeinvesteringane ¹
Finans	4,4	24,2
Industri	5,1	14,4
Konsumvarer	3,8	13,4
Teknologi	6,5	10,8
Helse	1,4	10,1
Konsumtenester	1,1	9,7
Material	8,4	5,8
Olje og gass	8,7	5,5
Telekommunikasjon	1,2	2,9
Kraft- og vassforsyning	4,0	2,8

¹ Summerer seg ikkje til 100 prosent fordi kontantar og derivat ikkje er inkluderte.

Tabell 2 Fondets største aksjebeholdningar per 30. september 2017. Millionar kroner

Selskap	Land	Behaldning
Apple Inc	USA	59 074
Nestlé SA	Sveits	46 517
Royal Dutch Shell Plc	Storbritannia	43 831
Alphabet Inc	USA	42 645
Microsoft Corp	USA	40 403
Novartis AG	Sveits	36 314
Roche Holding AG	Sveits	33 906
HSBC Holdings Plc	Storbritannia	28 666
Amazon.com Inc	USA	28 313
Facebook Inc	USA	28 279

Teknologiselskap fekk ei avkastning på 6,5 prosent i kvartalet. Langsiktige trendar held fram å løfte forventningane om framtidig inntening, og dermed avkastninga i sektoren. Særleg halvleiarprodusentar bidrog til avkastninga som følgje av sterk etterspurnad og avgrensa tilbod av halvleiarar.

Selskap innanfor konsumtenester hadde den svakaste avkastninga i kvartalet med 1,1 prosent. Spesielt medieselskap hadde eit negativt bidrag grunna fallande reklameinntekter og aukande uro for korleis tradisjonell TV vil møte konkurransen frå nye alternativ.

Enkeltinvesteringar

Investeringa i oljeselskapet Royal Dutch Shell Plc bidrog mest positivt til avkastninga i tredje kvartal, følgt av investeringane i teknologiselskapa Tencent Holding Ltd og Apple Inc. Enkeltelskapa som bidrog mest negativt til avkastninga var konsumvareselskapet Nestlé SA, helseselskapet Teva Pharmaceutical Industries Ltd og industriselskapet General Electric Co.

Fondet deltok i totalt 45 børsnoteringar i kvartalet. Dei største børsnoteringane i marknaden der fondet kjøpte aksjar, var konsumvareselskapet Pirelli & C SpA, industriselskapet Landis+Gyr Group AG og teknologiselskapet Netlink NBN Trust. Dei største deltakingane frå fondet i børsnoteringar var i Pirelli & C SpA, Landis+Gyr Group AG og telekommunikasjonsselskapet Play Communications SA.

AVKASTNING MÅLT I INTERNASJONAL VALUTA

Fondet investerer i internasjonale verdipapir i utanlandsk valuta. Avkastninga på fondet blir primært målt i internasjonal valuta, det vil seie ei vekta samansetjing av valutaene i fondet sine referanseindeksar for aksjar og obligasjonar. Denne samansetjinga blir omtalt som valutakorga til fondet og bestod av 34 valutaer ved utgangen av tredje kvartal 2017. Om ikkje anna er oppgitt i teksten, er resultatmålinga gjort i valutakorga til fondet.

RENTEINVESTERINGANE

Renteinvesteringane utgjorde 31,6 prosent av fondet ved utgangen av tredje kvartal og fekk ei avkastning på 0,8 prosent. Det var små endringar i rentenivået i hovudmarknadene i kvartalet.

Høgast avkastning frå Euro-denominerte statsobligasjonar

Statsobligasjonar fekk ei avkastning på 0,6 prosent og utgjorde 54,9 prosent av renteinvesteringane til fondet ved utgangen av kvartalet.

Amerikanske statsobligasjonar fekk ei avkastning på -0,9 prosent. I lokal valuta var avkastninga 0,4 prosent. Amerikanske statsobligasjonar stod for 19,2 prosent av renteinvesteringane, og var den største beholdninga

av statsgjeld fondet hadde frå ein enkelt-utferdar. I tråd med forventningane i marknaden bestemte Federal Reserve seg for å redusere beholdninga av verdipapir på sentralbankbalansen frå og med oktober. Den amerikanske dollaren svekte seg noko mot valutakorga til fondet i kvartalet.

Euro-denominerte statsobligasjonar, som utgjorde 11,8 prosent av renteinvesteringane, fekk ei avkastning på 3,1 prosent. I lokal valuta var avkastninga 0,7 prosent. Økonomiske nøkkeltal i eurosonen har overraska positivt dette året, og euroen har styrkt seg mot valutakorga til fondet. Det var forventningar i marknaden om at den europeiske sentralbanken vil kunne redusere storleiken på kjøpsprogrammet sitt for obligasjonar neste år.

Tabell 3 Avkastninga på fondets renteinvesteringar i tredje kvartal 2017. Fordelt etter sektor. Prosent

Sektor	Avkastning i internasjonal valuta	Del av renteinvesteringane ¹
Statsobligasjonar ²	0,6	54,9
Statsrelaterte obligasjonar ²	1,3	12,7
Realrenteobligasjonar ²	0,3	5,1
Selskapsobligasjonar	0,9	25,1
Pantesikra obligasjonar	1,9	5,4

¹ Summerer seg ikkje til 100 prosent fordi kontantar og derivat ikkje er inkluderte.

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

Tabell 4 Fondets største obligasjonsbeholdningar per 30. september 2017. Millionar kroner

Utferdar	Land	Behaldning
Amerikanske stat	USA	569 729
Japanske stat	Japan	162 354
Tyske stat	Tyskland	96 349
Franske stat	Frankrike	63 168
Britiske stat	Storbritannia	61 891
Meksikanske stat	Mexico	55 882
Koreanske stat	Sør-Korea	46 549
Italienske stat	Italia	42 157
Spanske stat	Spania	41 514
Kreditanstalt für Wiederaufbau	Tyskland	31 572

Japanske statsobligasjonar, som utgjorde 6,4 prosent av renteinvesteringane, fekk ei avkastning på -1,3 prosent. I lokal valuta var avkastninga 0,1 prosent. Den japanske sentralbanken heldt 10-årsrenta stabilt rundt null prosent som ein del av pengepolitikken sin.

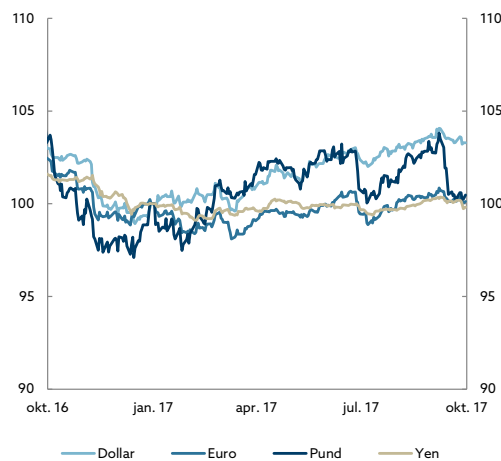
Fondet er også investert i obligasjonar frå statsrelaterte institusjonar som Kreditanstalt für Wiederaufbau (KfW), European Investment Bank (EIB) og Canada Housing Trust (Canhou). Statsrelaterte obligasjonar hadde ei avkastning på 1,3 prosent og utgjorde 12,7 prosent av renteinvesteringane.

Selskapsobligasjonane fekk ei avkastning på 0,9 prosent og utgjorde 25,1 prosent av renteinvesteringane til fondet ved utgangen av kvartalet. Samla sett var det små endringar i kredittpremien i løpet av kvartalet.

Dei pantsikra obligasjonane i fondet, som hovudsakleg bestod av obligasjonar med fortrinnsrett denominert i euro, utgjorde 5,4 prosent av renteinvesteringane til fondet og fekk ei avkastning på 1,9 prosent.

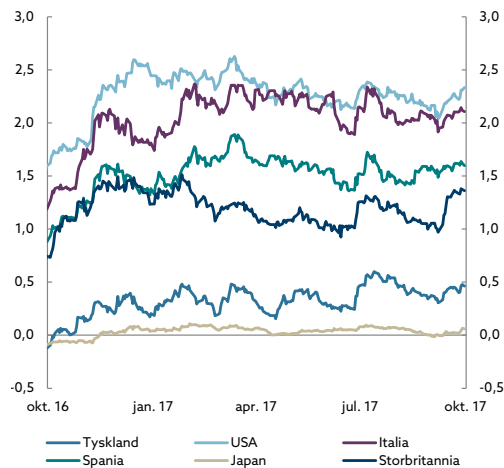
Realrenteobligasjonar fekk ei avkastning på 0,3 prosent og utgjorde 5,1 prosent av renteinvesteringane til fondet.

Figur 3 Kursutviklinga for obligasjonar som er utferda i ulike valutaer. Målt i lokal valuta. Indeksert totalavkastning 31.12.2016 = 100



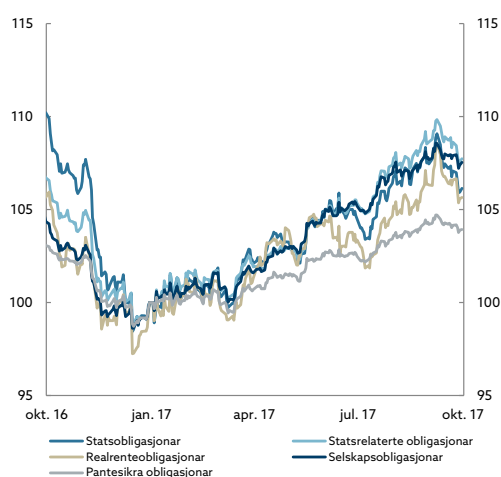
Kjelde: Bloomberg Barclays Indices

Figur 4 Utviklinga i rentene på tiårige statsobligasjonar. Prosent



Kjelde: Bloomberg

Figur 5 Kursutviklinga for ulike typar obligasjonar. Målt i amerikanske dollar. Indeksert totalavkastning 31.12.2016 = 100



Kjelde: Bloomberg Barclays Indices

Endringar i beholdninga av rentepapir

Marknadsverdien av investeringane i rentepapir i framvekslande land sine valutaer utgjorde 11,4 prosent av investeringane, mot 12,3 prosent i førre kvartal.

Investeringar i dollar, euro, pund og yen utgjorde 80,1 prosent av renteinvesteringane ved utgangen av tredje kvartal, mot 79,6 prosent ved inngangen til kvartalet.

I løpet av tredje kvartal auka marknadsverdien mest i fondet sine statsobligasjonar utferda av Finland, Frankrike og Canada. Statsobligasjonar utferda av USA, Tyskland og Austerrike hadde størst reduksjon i marknadsverdi.

Tabell 5 Fondets obligasjonar per 30. september 2017 fordelt etter kredittvurdering. Prosent av beholdninga

	AAA	AA	A	BBB	Lågre vurdering	Totalt
Statsobligasjonar	25,6	8,2	11,0	6,9	1,6	53,2
Statsrelaterte obligasjonar	5,6	4,6	1,6	0,4	0,1	12,3
Realrenteobligasjonar	4,2	0,3	0,1	0,3	0,1	5,0
Selskapsobligasjonar	0,2	2,4	8,6	12,8	0,4	24,3
Pantelik obligasjonar	4,5	0,6	0,1	0,1	0,0	5,2
Sum obligasjonar	40,0	16,0	21,4	20,5	2,1	100,0

EIGEDOMSINVESTERINGANE

Fondet sine investeringar i unotert eigedom utgjorde 2,5 prosent av fondet ved utgangen av tredje kvartal. Investeringane i unotert eigedom fekk i kvartalet ei avkastning på 2,7 prosent.

Avkastninga på dei unoterte eigedomsinvesteringane til fondet blir påverka av leigeinntekter, driftskostnader, verdiendringar på eigedom og gjeld, endringar i valutakursar og transaksjonskostnader for kjøp og sal av eigedom. Jamlege leigeinntekter med fråtrekk av driftskostnader bidrog positivt til resultatet med 1,0 prosentpoeng målt i lokal valuta. Verdiendring på eigedom og gjeld bidrog positivt til resultatet med 1,5 prosentpoeng målt i lokal valuta. Valutaendringar hadde ein positiv påverknad på avkastninga med 0,3 prosentpoeng i tredje kvartal. Transaksjonskostnader for kjøp av eigedom hadde ein negativ påverknad på avkastninga med -0,1 prosentpoeng.

Mandatet for forvaltninga vart frå 1. januar 2017 endra. Eigedomsinvesteringane til fondet er ikkje lenger ein del av den strategiske referanseindeksen. Referanseindeksen består berre av aksjar og obligasjonar. Fondet kan framleis investerast i eigedom, men det er overlata til Noregs Bank å bestemme nivået og samansetjinga av eigedomsinvesteringane innanfor overordna rammer i mandatet. Endringane i mandatet for forvaltninga av fondet sikrar ei heilskapleg tilnærming til eit forvaltningsoppdrag som inkluderer både noterte og unoterte investeringar.

I den operative forvaltninga er unoterte og noterte eigedomsinvesteringar forvalta som ein samla strategi for eigedom. Investeringane i notert eigedom fekk ei avkastning på 1,1 prosent.

Tabell 6 Avkastninga på fondets eigedomsinvesteringar i tredje kvartal 2017

	Avkastning
Leigeinntekter (prosentpoeng)	1,0
Verdiendringar (prosentpoeng)	1,5
Transaksjonskostnader (prosentpoeng)	-0,1
Resultat av valutajusteringar (prosentpoeng)	0,3
Unoterte eigedomsinvesteringar (prosent)	2,7
Børsnoterte eigedomsinvesteringar (prosent)	1,1
Aggregerte eigedomsinvesteringar (prosent)	2,3

Tabell 7 Verdien av eigedomsinvesteringane per 30. september 2017. Millionar kroner

	Verdi ¹
Unoterte eigedomsinvesteringar	199 343
Børsnoterte eigedomsinvesteringar	58 114
Aggregerte eigedomsinvesteringar	257 457

¹ Inkludert bankinnskott og andre fordringar

Nye kjøp og sal av unotert eiendom

Fondet kjøpte ein ny eiendom i 900 16th Street i Washington, D.C., gjennom eit nytt partnerskap med Oxford Properties Group. Investeringa blei annonsert i juli. Fondet betalte 74,0 millionar dollar, tilsvarande 624,7 millionar kroner, for sin part på 49 prosent. Fondet kjøpte i juli også ein eiendom i 1101 New York Avenue NW i Washington, D.C. Også denne transaksjonen vart gjort i samarbeid med Oxford Properties Group. Fondet betalte 190,8 millionar dollar, tilsvarande 1,6 milliardar kroner, for sin part på 49 prosent.

I midten av juli kjøpte fondet 100 prosent av ein kontoreiendom på hjørnet av Axel-Springer-Str. og Zimmerstr. i Berlin. Fondet avtalte å betale 425 millionar euro, tilsvarande 4,0 milliardar kroner, for bygget når det er ferdigstilt. Bygget er planlagt ferdigstilt i desember 2019.

I slutten av juli signerte fondet ein avtale om å kjøpe 100 prosent av eiendomen 6-8 Boulevard Haussmann i sentrum av Paris. Fondet avtalte å betale 462,2 millionar euro, tilsvarande 4,3 milliardar kroner, for eiendomen.

I august kjøpte fondet ein part på 48 prosent i 375 Hudson Street i New York, i samarbeid med Trinity Church Wall Street og Hines. Fondet betalte 223 millionar dollar, tilsvarande rundt 1,8 milliardar kroner, for sin part. Eiendomen ligg mellom King Street og West Houston Street. Dette er same område som porteføljen på elleve eigedomar ligg, som partnerskapet har eigd sidan desember 2015.

I september kjøpte fondet ytterlegare 25 prosent i 20 Air Street i sentrum av London. Dette gav fondet ein samla eigardel på 50 prosent i eiendomen, som er eigd i samarbeid med The Crown Estate. Fondet betalte 112,5 millionar pund, tilsvarande 1,1 milliardar kroner.

Forvaltninga

FORVALTNINGA

Vi søker å utnytte fondets langsiktige perspektiv og vesentlege storleik for å skape høg avkastning og sikre verdier for framtidige generasjonar.

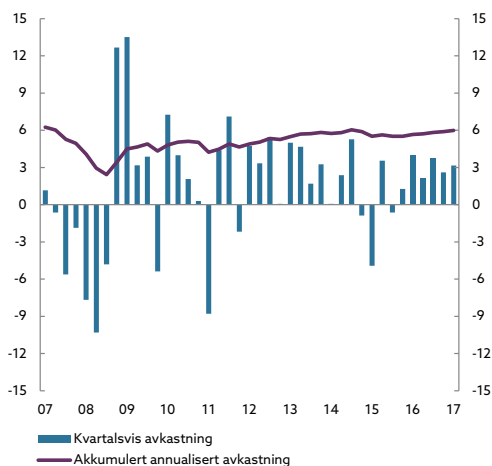
Mandatet for forvaltninga, fastsett av Finansdepartementet, er endra frå og med 1. januar 2017. Avkastninga på investeringane til fondet, inkludert eigedomsinvesteringane, blir samanlikna med avkastninga på referanseindeksen for fondet samansett av globale indeksar for aksjar og obligasjonar. Referanseindeksen frå Finansdepartementet består av ein delindeks for aksjar og ein delindeks for obligasjonar. For aksjar tek indeksen utgangspunkt i den globale All Cap-indeksen frå FTSE Group. For renter er indeksar frå Bloomberg Barclays Indices utgangspunktet. Referanseindeksen fungerer som ei overordna ramme for marknads- og valutarisiko i forvaltninga.

I modellen er det opp til Noregs Bank å bestemme kor mykje som skal investerast i eigedom og kva typar eigedom fondet skal investerast i. Kjøp av eigedom blir finansiert med sal av aksjar og obligasjonar. Dette vil seie at delen av fondet som er investert i aksjar og obligasjonar, vil avvike frå tilsvarande delar i referanseindeksen. I den operative forvaltninga er dessutan unoterte og noterte eigedomsinvesteringar forvalta som ein samla strategi for eigedom.

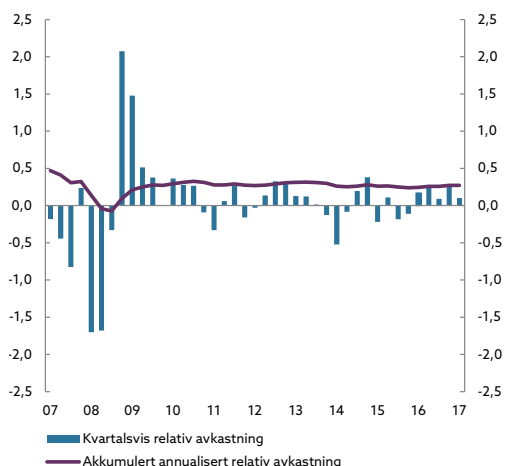
I tredje kvartal var den samla avkastninga i fondet 0,1 prosentpoeng høgare enn avkastninga på referanseindeksen. Dette var eit resultat av positiv relativ avkastning for renteinvesteringane og resultateffekten mellom aktivaklassane.

Avkastninga på aksjeinvesteringane til fondet var i tredje kvartal på linje med avkastninga til referanseindeksen for aksjar og gav eit bidrag til

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



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



Tabell 8 Bidrag frå aktivklasser til fondets relative avkastning i tredje kvartal 2017. Prosentpoeng

	Totalt	Bidrag frå ekstern forvaltning
Aksjeinvesteringar	0,01	0,03
Renteinvesteringar	0,05	
Unoterte eigedomsinvesteringar	-0,01	
Allokering mellom aktivklassene	0,05	
Totalt	0,10	0,03

den relative avkastninga i fondet på 0,01 prosentpoeng. Aksjar innanfor sektorane industri og konsumvarer bidrog mest positivt til den relative avkastninga i kvartalet, mens olje og gass-sektoren bidrog mest negativt. Investeringane i børsnotert eigedom hadde ei svak avkastning og bidrog negativt til den relative avkastninga for aksjeporteføljen. Fordelt på land var det aksjeinvesteringar i Japan og Kina som bidrog mest til det positive relative resultatet, mens spanske aksjar bidrog mest negativt.

Renteinvesteringane til fondet hadde avkastning som var 0,1 prosentpoeng høgare enn avkastninga på referanseindeksen for obligasjonar. Bidraget til fondets relative avkastning var 0,05 prosentpoeng. Renteinvesteringane til fondet hadde høgare vekt i framveksande marknader enn referanseindeksen for fondet, og dermed ei lågare vekt i utvikla marknader. Dette gav eit positivt bidrag frå dei jamlege renteinntektene. Svakare valutakurs i ein del framveksande land bidrog negativt til den relative avkastninga i kvartalet.

Unotert eigedom fekk ei lågare avkastning enn referanseindeksen til fondet. Dette bidrog med

-0,01 prosentpoeng til den relative avkastninga på fondet i tredje kvartal. Målt mot dei faktiske aksjane og obligasjonane som vi har selt for å finansiere eigedomane, fekk likevel unotert eigedom eit positivt resultat.

Det relative resultatet blir også påverka av ein resultateffekt mellom aktivklassane. I tredje kvartal bidrog den samla resultateffekten mellom aktivklassane positivt med 0,05 prosentpoeng.

RISIKO

Samansetjinga av investeringane og svingingar i aksjekursar, valutakursar, rentenivå, eigedomsverdiar og kredittrisikopåslag bestemmer marknadsrisikoen for fondet. Det finst ingen enkeltmål eller analyse som fullt ut kan beskrive marknadsrisikoen for fondet. Vi bruker derfor ulike måltal og risikoanalyser, som forventa volatilitet, faktoreksponering, konsentrasjonsanalyse og likviditetsrisiko, for å få eit breiast mogleg bilete av marknadsrisikoen for fondet.

Forventa absolutt volatilitet for fondet, berekna ved det statistiske målet standardavvik, bruker tre års prishistorikk for å anslå kor mykje den årlege avkastninga på investeringane til fondet normalt kan forventast å svinge. Ved utgangen av tredje kvartal var den forventa absolute volatiliteten i fondet på 11,1 prosent, eller om lag 890 milliardar kroner, mot 11,0 prosent ved inngangen til kvartalet. Auken kom hovudsakleg av høgare vekt av aksjar i porteføljen.

Vi investerer i eigedom for å skape ein betre diversifisert portefølje. Vi forventar at eigedomsinvesteringane ikkje vil ha same avkastningsprofil som aksjar eller obligasjonar, på både kort og lengre sikt. Den relative risikoen dette inneber, vil gje utslag i berekningane av

forventa relativ volatilitet i forvaltninga. Sidan det ikkje finst daglege prisar for eigdomsinvesteringane våre, bruker vi ein modell levert av MSCI for å berekne risikoen for dei unoterte eigdomsinvesteringane fondet har.

Finansdepartementet og hovudstyret i Noregs Bank har fastsett grenser for kor store avvik frå referanseindeksen fondet kan ha. Ei av grensene er forventa relativ volatilitet, som legg ei avgrensing på kor mykje avkastninga på investeringane kan forventast å avvike frå avkastninga på referanseindeksen for fondet.

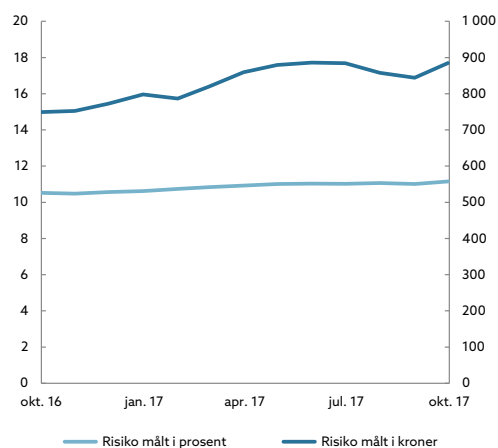
Tabell 9 Risiko og eksponering for fondet

Grenser fastsette av Finansdepartementet		30.09.2017
Allokering	Aksjeporteføljen 50–80 prosent av fondet ¹	65,6
	Obligasjonsporteføljen 20–50 prosent av fondet ¹	32,6
	Unotert eigedom inntil 7 prosent av fondet	2,5
Marknadsrisiko	1,25 prosentpoeng forventa relativ volatilitet for fondets investeringar	0,3
Kredittrisiko	Inntil 5 prosent av renteinvesteringane kan ha lågare kredittvurdering enn kategori BBB-	2,1
Eigardel	Maksimalt 10 prosent av aksjar det er stemmerett for i eit børsnotert selskap i aksjeporteføljen ²	9,6

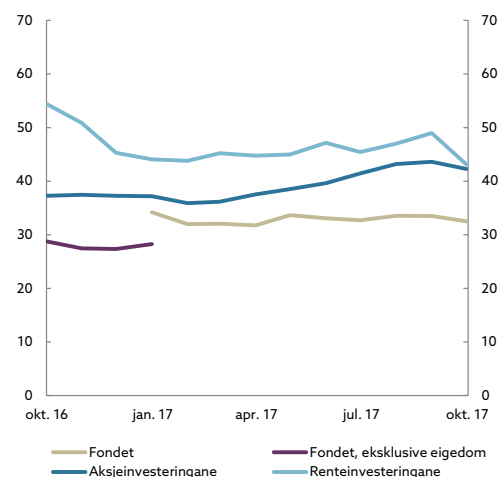
¹ Derivat er avbilda med den underliggjande økonomiske eksponeringa.

² Eigarskap i noterte og unoterte eigedomsselskap er unntatt frå dette.

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



Figur 9 Forventa relativ volatilitet for fondet. Basispunkt



Mandatet fastsett av Finansdepartementet vart endra frå 1. januar 2017. Alle fondsinvesteringane, også unoterte eigedomsinvesteringar, er no inkluderte i berekninga av forventa relativ volatilitet, og blir målt mot referanseindeksen for fondet som består av globale aksje- og obligasjonsindeksar. Grensa for forventa relativ volatilitet for fondet, inkludert unotert eigedom, er på 1,25 prosentpoeng. Ved utgangen av kvartalet var den forventa relative volatiliteten i fondet, inkludert unotert eigedom, 0,33 prosentpoeng.

Hovudstyret i Noregs Bank har sett ei grense for forventa ekstremavviksrisiko mellom avkastninga på fondet og tilhøyrande referanseindeks. Forvaltninga skal leggjast opp slik at forventa negativ relativ avkastning i ekstreme situasjonar ikkje skal overstige 3,75 prosentpoeng. Med verknad frå 1. januar 2017 er investeringar i unotert eigedom også inkludert i berekninga av forventa ekstremavviksrisiko for fondet. Ved utgangen av tredje kvartal var ekstremavviksrisikoen 1,48 prosentpoeng.

Operasjonell risikostyring

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

Vi anslår kvart kvartal kor store tap eller vinstar vi vil kunne få på eitt års sikt som følgje av uønskete operasjonelle hendingar i og rundt

forvaltninga. Anslaget baserer seg på hendingar som har skjedd, og vurdering av framtidig risiko. Anslaget representerer den berekna operasjonelle risikoeksponeringa til fondet. I tredje kvartal var den estimerte operasjonelle risikoeksponeringa innanfor risikotoleransen til styret. I kvartalet vart det registrert 90 uønskete operasjonelle hendingar. Samla sett gav hendingane ein estimert finansiell effekt på 3,6 millionar kroner.

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

ANSVARLEG FORVALTNING

Ansvarleg forvaltningsverksemd er ein integrert del av forvaltninga. Arbeidet er organisert innanfor områda standardsetjing, eigarskap og risikohandtering.

Standardsetjing

Vi deltok i to høyringar frå FN sine prinsipp for ansvarleg forvaltningsverksemd (PRI). I den eine gav vi innspela våre til PRI sitt forslag om å integrere tilrådingar om klimarapportering frå FSBs Task Force on Climate-related Financial Disclosures i den årlege medlemsrapporteringa til PRI. I den andre høyringa uttrykte vi støtte til PRIs mål om å styrkje grunnleggjande forpliktingar og forventningar om implementering av prinsippa for dei som har slutta seg til desse.

Vi deltok også i ei høyring om aksjar utan stemmerett organisert av indeksleverandøren MSCI, der vi tok til orde for å bruke stemmerett som eit kriterium for å inkludere selskap i indeksane. Vi har tidlegare delteke i to separate høyringar organisert av indeksleverandørane S&P Dow Jones Indices og FTSE Russell om same problemstilling.

Vi svarte på eit forslag frå Hong Kong Exchanges and Clearing Limited om å opprette ei ny noteringsliste for aksjar på Hong Kong-børsen. Den nye lista ville blant anna opne for aksjeklassar med ulike stemmerettar. Børsen spelar ei viktig rolle som regulator i aksjemarknaden, og det er viktig at han sørgjer for likebehandling av aksjonærar. Vi er derfor motstandarar av forslaget om vekta stemmerett som vil føre til forskjellsbehandling av aksjonærar.

Som eit ledd i arbeidet med å få betre informasjon om berekraftrelaterte forhold, skreiv vi årets andre høyringssvar til CDP i samband med det pågåande prosjektet deira for å oppdatere spørreskjema til selskap om klima, vatn og avskoging. Vi deltok også i Natural Capital Coalition sin konsultasjon om utviklinga av eit rammeverk for korleis investorar kan hente inn betre informasjon om selskap og naturkapital. Naturkapital er ei samlenemning for tenester og ressursar frå naturen som samfunnet og økonomien dreg nytte av.

I tillegg skreiv vi eit brev til EUs ekspertgruppe for finans og berekraft. I brevet framheva vi vår interesse av marknadsløysingar som stør opp om ei berekraftig utvikling. Vi understreka kor viktig det er at næringslivet forbetrar rapporteringa om berekraft.

Eigarskap

Vi stemte ved 1 277 generalforsamlingar i tredje kvartal. Dette inneber at vi samla vurderte og stemte på 10 462 forslag.

I kvartalet offentleggjorde vi intensjonane våre om å stø samanslåinga av Praxair og Linde. Vi meiner at selskapsamanslåinga er til fordel for dei langsiktige interessene til aksjonærane i begge selskap.

Som finansiell investor forventar Norges Bank Investment Management at multinasjonale selskap har ein føremålstenleg, vel gjennomtenkt og open skattepraksis. I kvartalet sende vi brev med vårt nye forventningsdokument om skatt og openheit til dei 500 største selskapa i porteføljen.

Observasjon og utelukking

Norges Bank Investment Management har ansvaret for å gje råd om det produktbaserte kolkriteriet. Noregs Bank har sett 13 selskap til observasjon på bakgrunn av dette kriteriet. Observasjon vart vedteke der det var tvil om vilkåra for utelukking var oppfylte, om utviklinga framover i tid eller der det av andre årsaker vart funne føremålstenleg. Vi vil ha ein årleg gjennomgang av desse selskapa og starta på dette i tredje kvartal.

Noregs Bank publiserte i kvartalet ingen nye avgjerder om utelukking, observasjon og eigarskapsutøving.

Hovudtal

Tabell 10 Kvartalsvis avkastning. Prosent

	3. kv. 2017	2. kv. 2017	1. kv. 2017	4. kv. 2016	3. kv. 2016	Hittil i år 30.09.2017
Avkastning målt i fondets valutakorg						
Avkastning på aksjeinvesteringane	4,31	3,37	5,53	4,91	6,03	13,79
Avkastning på renteinvesteringane	0,85	1,12	0,77	-2,35	0,89	2,77
Avkastning på eigedomsinvesteringane ¹	2,68	2,05	0,62	1,25	2,29	5,44
Avkastning på fondet	3,15	2,60	3,78	2,17	4,00	9,83
Relativ avkastning på fondet (prosentpoeng)²						
Forvaltningskostnader	0,01	0,02	0,02	0,01	0,01	0,04
Avkastning på fondet etter forvaltningskostnader	3,14	2,59	3,76	2,15	3,98	9,79
Avkastning målt i norske kroner						
Avkastning på aksjeinvesteringane	0,40	2,92	6,85	8,74	1,54	10,41
Avkastning på renteinvesteringane	-2,93	0,68	2,03	1,21	-3,39	-0,29
Avkastning på eigedomsinvesteringane ¹	-1,16	1,61	1,88	4,95	-2,04	2,31
Avkastning på fondet	-0,71	2,15	5,08	5,90	-0,41	6,57

¹ Frå og med 2017 inkluderer avkastninga på eigedomsinvesteringane kun unoterte eigedomsinvesteringar.

² Den relative avkastninga på fondet inkluderer eigedomsinvesteringar frå og med 01.01.2017. Relativ avkastning på fondet for 2017 er berekna på dei aggregerte aksje- og renteinvesteringane.

Tabell 11 Akkumulert avkastning sidan første tilførsel i 1996. Milliardar kroner

	3. kv. 2017	2. kv. 2017	1. kv. 2017	4. kv. 2016	3. kv. 2016
Avkastning på aksjeinvesteringane	2 747	2 576	2 404	2 129	1 866
Avkastning på renteinvesteringane	1 019	1 001	975	955	1 022
Avkastning på eigedomsinvesteringane ¹	49	44	41	38	37
Avkastning på fondet	3 814	3 622	3 420	3 123	2 925

¹ Frå og med 2017 inkluderer avkastning på eigedomsinvesteringane kun unoterte eigedomsinvesteringar.

Tabell 12 Historiske nøkkeltal per 30. september 2017. Annualiserte tal målt i fondets valutakorg

	Sidan 01.01.1998	Siste 10 år	Siste 5 år	Siste 3 år	Siste 12 mån- ader
Avkastning på fondet (prosent)	5,98	5,73	9,23	7,29	12,21
Relativ avkastning på fondet (prosentpoeng) ¹	0,27	0,08	0,29	0,34	0,81
Årleg prisvekst (prosent)	1,76	1,73	1,21	1,02	1,68
Årlege forvaltningskostnader (prosent)	0,09	0,08	0,06	0,06	0,06
Netto realavkastning på fondet (prosent)	4,06	3,85	7,86	6,15	10,30
Faktisk standardavvik for fondet (prosent)	7,36	9,05	5,90	6,25	2,68
Faktisk relativ volatilitet for fondet (prosentpoeng) ¹	0,70	0,90	0,37	0,33	0,29
Informasjonsrate (IR) ^{1,2} for fondet	0,41	0,15	0,72	0,97	2,49

¹ Beregna på aggregerte aksje- og renteinvesteringar fram til og med 2016.

² IR er forholdstalet mellom den gjennomsnittlege månedlege relative avkastninga på fondet og den faktiske relative volatiliteten i fondet. IR viser den relative avkastninga per relative risikoeining.

Tabell 13 Nøkkeltal. Milliardar kroner

	3. kv. 2017	2. kv. 2017	1. kv. 2017	4. kv. 2016	3. kv. 2016
Marknadsverdi					
Marknadsverdien til aksjeinvesteringane	5 242	5 225	5 082	4 692	4 317
Marknadsverdien til renteinvesteringane	2 511	2 597	2 592	2 577	2 584
Marknadsverdien til eigedomsinvesteringane ¹	199	199	194	242	218
Marknadsverdien til fondet ²	7 952	8 020	7 867	7 510	7 118
Påkomen, ikkje betalt, forvaltningsgodtgjersle ²	-3	-2	-1	-4	-3
Eigars kapital ²	7 949	8 018	7 866	7 507	7 116
Tilførsel/uttak av kapital ³	-10	-16	-20	-27	-30
Utbetalt forvaltningsgodtgjersle ³	0	0	-4	0	0
Avkastning på fondet	192	202	297	198	240
Endring som følge av svingingar i kronekursen	-250	-32	83	221	-269
Endring i marknadsverdien	-68	153	357	392	-58
Verdiutvikling f.o.m. første tilførsel i 1996					
Samla tilførsel av kapital ⁴	3 351	3 360	3 375	3 397	3 423
Samla avkastning	3 814	3 622	3 420	3 123	2 925
Samla forvaltningsgodtgjersle ⁵	-38	-37	-36	-35	-34
Endring som følge av svingingar i kronekursen	826	1 076	1 108	1 025	804
Marknadsverdien til fondet	7 952	8 020	7 867	7 510	7 118
Samla avkastning etter forvaltningskostnader	3 776	3 585	3 384	3 088	2 891

¹ Inkluderer kun unoterte eigedomsinvesteringar frå og med 2017.

² Marknadsverdien til fondet er presentert i tabellen før påkomen forvaltningsgodtgjersle. Eigars kapital i rekneskapen er lik marknadsverdien til fondet fråtrekt påkomen, ikkje betalt, forvaltningsgodtgjersle.

³ Utbetalt forvaltningsgodtgjersle er spesifisert på eiga linje, og ikkje inkludert under Tilførsel/uttak av kapital.

⁴ Samla tilførsel av kapital er presentert i tabellen justert for påkomen, ikkje betalt, forvaltningsgodtgjersle.

⁵ Forvaltningskostnader i dotterselskap, jf. Tabell 9.2 i rekneskapen, er ikkje ein del av forvaltningsgodtgjersla. Desse er alt trekte frå i samla avkastning, dvs. i avkastning før forvaltningsgodtgjersle.

Regnskaps- rapportering

Regnskap

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

Noter

Note 1	Generell informasjon _____	27
Note 2	Regnskapsprinsipper _____	28
Note 3	Avkastning per aktivaklasse _____	29
Note 4	Inntekt/kostnad fra Aksjer og andeler, Obligasjoner og Finansielle derivater _____	30
Note 5	Beholdninger av Aksjer og andeler, Obligasjoner og Finansielle derivater _____	31
Note 6	Unotert eiendom _____	32
Note 7	Måling til virkelig verdi _____	35
Note 8	Risiko _____	40
Note 9	Forvaltningskostnader _____	46

Revisor

Revisors uttalelse _____	49
--------------------------	----



Resultatregnskap

Beløp i millioner kroner	Note	3. kvartal 2017	3. kvartal 2016	Hittil i år 30.09.2017	Hittil i år 30.09.2016	2016
Resultat fra porteføljen før gevinst/tap valuta						
Inntekt/kostnad fra:						
- Aksjer og andeler	4	170 560	218 761	618 424	81 661	342 813
- Obligasjoner	4	17 613	18 201	63 884	169 993	100 250
- Unotert eiendom	6	4 604	4 047	10 104	4 827	6 942
- Finansielle derivater	4	-112	-728	571	-7 208	-3 213
- Utlån med sikkerhetsstillelse		850	891	2 666	2 982	4 013
- Innlån med sikkerhetsstillelse		-146	82	-156	20	23
Skattekostnad		-948	-1 188	-4 236	-3 582	-4 061
Renteinntekter/kostnader		-8	-16	-20	-50	-54
Andre kostnader		-	-8	-7	-35	-40
Porteføljeresultat før gevinst/tap valuta		192 411	240 042	691 230	248 608	446 673
Gevinst/tap valuta		-249 903	-268 839	-199 256	-527 072	-306 099
Porteføljeresultat		-57 491	-28 797	491 974	-278 464	140 574
Forvaltningsgodtgjøring	9	-1 008	-1 096	-3 461	-2 906	-3 731
Periodens resultat og totalresultat		-58 500	-29 893	488 512	-281 370	136 843

Balanse

Beløp i millioner kroner	Note	30.09.2017	31.12.2016
EIENDELER			
Innskudd i banker		12 413	17 759
Utlån med sikkerhetsstillelse		179 489	134 338
Avgitt kontantsikkerhet		1 386	2 320
Uoppgjorte handler		44 505	13 196
Aksjer og andeler	5	4 767 259	4 373 042
Utlånte aksjer	5	457 077	340 865
Obligasjoner	5	2 217 903	2 220 286
Utlånte obligasjoner	5	371 894	454 735
Unotert eiendom	6	198 341	188 469
Finansielle derivater	5	7 426	9 366
Andre eiendeler		3 420	1 966
SUM EIENDELER		8 261 112	7 756 342
GJELD OG EIERS KAPITAL			
Gjeld			
Innlån med sikkerhetsstillelse		235 968	213 520
Mottatt kontantsikkerhet		3 996	3 688
Uoppgjorte handler		65 809	22 195
Finansielle derivater	5	2 893	4 501
Annen gjeld		111	1 944
Skyldig forvaltningsgodtgjøring	9	3 461	3 731
Sum gjeld		312 237	249 579
Eiers kapital		7 948 875	7 506 763
SUM GJELD OG EIERS KAPITAL		8 261 112	7 756 342

Kontantstrømoppstilling

Beløp i millioner kroner, innbetaling (+) / utbetaling (-)	Hittil i år 30.09.2017	Hittil i år 30.09.2016	2016
Operasjonelle aktiviteter			
Innbetaling av utbytte fra aksjer og andeler	104 764	98 182	118 517
Innbetaling av renter fra obligasjoner	55 262	56 582	74 832
Innbetaling av renter og utbytte fra datterselskaper unotert eiendom	2 679	2 652	3 657
Netto innbetaling av renter og honorar fra utlån og innlån med sikkerhetsstillelse	2 295	3 078	4 097
<i>Innbetalinger av renter, utbytte og honorar fra beholdninger i aksjer og andeler, obligasjoner og unotert eiendom</i>	<i>165 000</i>	<i>160 494</i>	<i>201 103</i>
Netto kontantstrøm ved kjøp og salg av aksjer og andeler	-119 588	-57 934	-72 588
Netto kontantstrøm ved kjøp og salg av obligasjoner	18 956	-16 524	-38 151
Netto kontantstrøm til/fra investeringer i datterselskaper unotert eiendom	-8 058	-4 880	-17 269
Netto kontantstrøm finansielle derivater	-3 126	-3 618	84
Netto kontantstrøm kontantsikkerhet ved derivattransaksjoner	1 107	-5 770	983
Netto kontantstrøm utlån og innlån med sikkerhetsstillelse	-1 132	20 502	50 236
Netto utbetaling av skatt	-6 173	-3 608	-3 116
Netto kontantstrøm knyttet til renter på innskudd i banker og kassekreditt	-85	-45	-
Netto kontantstrøm knyttet til andre kostnader, andre eiendeler og annen gjeld	-1 068	-316	-430
Utbetaling forvaltningsgodtgjøring til Norges Bank ¹	-3 731	-3 933	-3 933
Netto innbetaling/utbetaling fra operasjonelle aktiviteter	42 102	84 368	116 919
Finansieringsaktiviteter			
Tilførsel fra den norske stat ²	-	-	-
Uttak fra den norske stat ²	-46 740	-74 052	-100 616
Netto innbetaling/utbetaling fra finansieringsaktiviteter	-46 740	-74 052	-100 616
Netto endring i kontanter			
Innskudd i banker per 1. januar	17 759	2 543	2 543
Netto økning/reduksjon av kontanter i perioden	-4 638	10 316	16 303
Netto gevinst/tap valuta på kontanter	-709	-510	-1 087
Innskudd i banker per periodens slutt	12 413	12 349	17 759

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
1. januar 2016	3 494 640	3 976 580	7 471 220
Totalresultat	-	-281 370	-281 370
Netto tilførsel/uttak i perioden ¹	-74 300	-	-74 300
30. september 2016	3 420 340	3 695 210	7 115 550
1. oktober 2016	3 420 340	3 695 210	7 115 550
Totalresultat	-	418 213	418 213
Netto tilførsel/uttak i perioden	-27 000	-	-27 000
31. desember 2016	3 393 340	4 113 423	7 506 763
1. januar 2017	3 393 340	4 113 423	7 506 763
Totalresultat	-	488 512	488 512
Netto tilførsel/uttak i perioden ¹	-46 400	-	-46 400
30. september 2017	3 346 940	4 601 935	7 948 875

¹ I de tre første kvartalene av 2017 ble 50,1 milliarder kroner trukket fra kronekontoen. Av dette ble 3,7 milliarder kroner benyttet til å betale skyldig forvaltningsgodtgjøring for 2016. I de tre første kvartalene av 2016 ble 78,2 milliarder kroner trukket fra kronekontoen. Av dette ble 3,9 milliarder kroner benyttet til å betale skyldig forvaltningsgodtgjøring for 2015.

Norges Banks hovedstyre
Oslo, 25. oktober 2017



Øystein Olsen
Leder



Jon Nicolaisen

Første nestleder



Egil Matsen

Andre nestleder



Hilde Myrberg



Karen Helene Ulltveit-Moe

Karen Helene Ulltveit-Moe



Kjetil Storesletten

Kjetil Storesletten



Kathryn M. Baker

Kathryn M. Baker



Steinar Juel

Steinar Juel

Noter til regnskapsrapportering

Note 1 Generell Informasjon

1. INNLEDNING

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

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

Finansdepartementet har plassert fondsmidlene til forvaltning i SPU som et

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*.

2. GODKJENNING AV KVARTALSREGNSKAPET

Kvartalsregnskapet til Norges Bank for tredje kvartal 2017, som kun omfatter regnskapsrapporteringen for SPU, ble godkjent av hovedstyret 25. oktober 2017.

Note 2 Regnskapsprinsipper

1. GRUNNLAG FOR UTARBEIDELSE AV KVARTALSREGNSKAPET

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

Norges Bank utarbeider kvartalsregnskap for SPU med regnskapsavslutning 31. mars, 30. juni og 30. september. Kvartalsregnskapet utarbeides i henhold til IAS 34 *Delårsrapportering*. Det er presentert i norske kroner og avrundet til nærmeste million. Avrundingsdifferanser kan forekomme.

Kvartalsregnskapet er basert på de samme regnskapsprinsipper og beregningsmetoder som benyttet for 2016. Regnskapsprinsipper fremgår av årsrapport 2016, og kvartalsregnskapet bør derfor leses i sammenheng med denne. Ingen nye eller endrede standarder med vesentlig påvirkning på regnskapet har blitt implementert i de tre første kvartalene av 2017.

2. VESENTLIGE ESTIMATER OG SKJØNNSMESSIGE VURDERINGER

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

I tilfeller hvor det foreligger spesielt usikre estimater, er dette omtalt i de respektive notene. For ytterligere informasjon om vesentlige estimater og skjønnsmessige vurderinger vises det til de relevante notene i årsrapport 2016.

Note 3 Avkastning per aktivaklasse

Tabell 3.1 Avkastning per aktivaklasse

	3. kvartal 2017	2. kvartal 2017	1. kvartal 2017	4. kvartal 2016	3. kvartal 2016	Hittil i år 30.09.2017
Avkastning målt i fondets valutakurv						
Aksjeinvesteringenes avkastning (prosent)	4,31	3,37	5,53	4,91	6,03	13,79
Renteinvesteringenes avkastning (prosent)	0,85	1,12	0,77	-2,35	0,89	2,77
Eiendomsinvesteringenes avkastning ¹ (prosent)	2,68	2,05	0,62	1,25	2,29	5,44
Fondets avkastning (prosent)	3,15	2,60	3,78	2,17	4,00	9,83
Fondets relative avkastning ² (prosentpoeng)	0,10	0,28	0,09	0,28	0,17	0,50
Avkastning målt i norske kroner (prosent)						
Aksjeinvesteringenes avkastning	0,40	2,92	6,85	8,74	1,54	10,41
Renteinvesteringenes avkastning	-2,93	0,68	2,03	1,21	-3,39	-0,29
Eiendomsinvesteringenes avkastning ¹	-1,16	1,61	1,88	4,95	-2,04	2,31
Fondets avkastning	-0,71	2,15	5,08	5,90	-0,41	6,57

¹ Eiendomsinvesteringenes avkastning inkluderer kun unoterte eiendomsinvesteringer fra og med 2017.

² Fondets relative avkastning inkluderer eiendomsinvesteringer fra og med 01.01.2017. Fondets relative avkastning for 2017 er beregnet på de aggregerte aksje- og renteinvesteringene.

For nærmere informasjon om beregningsmetode i avkastningsmålingen, se note 3 *Avkastning per aktivaklasse* i årsrapport 2016.

Note 4 Inntekt/kostnad fra Aksjer og andeler, Obligasjoner og Finansielle derivater

Tabell 4.1 til 4.3 spesifiserer inntekts- og kostnadselementer, for henholdsvis *Aksjer og andeler*, *Obligasjoner* og *Finansielle derivater*,

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

Tabell 4.1 Spesifisering Inntekt/kostnad fra aksjer og andeler

Beløp i millioner kroner	3. kvartal 2017	3. kvartal 2016	Hittil i år 30.09.2017	Hittil i år 30.09.2016	2016
Utbytte	28 675	25 805	107 159	99 884	118 584
Realisert gevinst/tap	31 416	30 847	177 542	63 878	107 005
Urealisert gevinst/tap	110 469	162 109	333 723	-82 101	117 224
Inntekt/kostnad fra aksjer og andeler før gevinst/tap valuta	170 560	218 761	618 424	81 661	342 813

Tabell 4.2 Spesifisering Inntekt/kostnad fra obligasjoner

Beløp i millioner kroner	3. kvartal 2017	3. kvartal 2016	Hittil i år 30.09.2017	Hittil i år 30.09.2016	2016
Renter	16 765	17 793	53 396	53 373	72 573
Realisert gevinst/tap	2 477	12 277	6 101	28 453	30 861
Urealisert gevinst/tap	-1 629	-11 869	4 387	88 167	-3 184
Inntekt/kostnad fra obligasjoner før gevinst/tap valuta	17 613	18 201	63 884	169 993	100 250

Tabell 4.3 Spesifisering Inntekt/kostnad fra finansielle derivater

Beløp i millioner kroner	3. kvartal 2017	3. kvartal 2016	Hittil i år 30.09.2017	Hittil i år 30.09.2016	2016
Utbytte	54	28	127	91	102
Renter	-33	-1 310	-1 429	-1 674	-2 113
Realisert gevinst/tap	275	-2 346	443	-3 608	-3 251
Urealisert gevinst/tap	-408	2 900	1 430	-2 017	2 049
Inntekt/kostnad fra finansielle derivater før gevinst/tap valuta	-112	-728	571	-7 208	-3 213

Note 5 Beholdninger av Aksjer og andeler, Obligasjoner og Finansielle derivater

Tabell 5.1 Aksjer og andeler

Beløp i millioner kroner	30.09.2017		31.12.2016	
	Virkelig verdi inkl. utbytte	Opptjent utbytte	Virkelig verdi inkl. utbytte	Opptjent utbytte
Aksjer og andeler	5 224 336	7 953	4 713 907	5 557
Sum aksjer og andeler	5 224 336	7 953	4 713 907	5 557
<i>Herav utlånte aksjer</i>	<i>457 077</i>		<i>340 865</i>	

Tabell 5.2 Obligasjoner

Beløp i millioner kroner	Nominell verdi	30.09.2017		Nominell verdi	31.12.2016	
		Virkelig verdi inkl. opptjente renter	Opp-tjente renter		Virkelig verdi inkl. opptjente renter	Opp-tjente renter
Statsobligasjoner	1 221 937	1 377 730	10 654	1 290 977	1 461 360	11 356
Statsrelaterte obligasjoner	299 711	317 840	2 190	319 602	334 137	2 390
Realrente obligasjoner	110 927	128 748	332	114 916	140 814	547
Selskapsobligasjoner	600 666	630 048	5 703	573 749	591 146	5 992
Pantesikrede obligasjoner	137 052	135 431	1 008	141 566	147 564	1 478
Sum obligasjoner	2 370 293	2 589 797	19 887	2 440 810	2 675 021	21 763
<i>Herav utlånte obligasjoner</i>		<i>371 894</i>			<i>454 735</i>	

Tabell 5.3 Finansielle derivater

Beløp i millioner kroner	Pålydende verdi	30.09.2017		Pålydende verdi	31.12.2016	
		Virkelig verdi Eiendel	Virkelig verdi Gjeld		Virkelig verdi Eiendel	Virkelig verdi Gjeld
Valutaderivater	253 695	1 029	1 650	321 580	4 586	1 995
Rentederivater	29 272	888	1 243	31 284	528	2 506
Aksjederivater	6 156	5 509	-	6 645	4 252	-
Sum finansielle derivater	289 123	7 426	2 893	359 509	9 366	4 501

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 utpekt ved førstegangsinnregning 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 angående måling til virkelig verdi av de unoterte eiendomsinvesteringene, 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	3. kvartal 2017	3. kvartal 2016	Hittil i år 30.09.2017	Hittil i år 30.09.2016	2016
Innbetaling av utbytte	459	358	1 412	1 605	2 167
Innbetaling av renter	462	396	1 267	1 047	1 490
Urealisert gevinst/tap	3 683	3 293	7 425	2 175	3 285
Inntekt/kostnad fra unotert eiendom før gevinst/tap valuta	4 604	4 047	10 104	4 827	6 942

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

Tabell 6.2 Balanseendringer unotert eiendom

Beløp i millioner kroner	30.09.2017	31.12.2016
Unotert eiendom, inngående balanse for perioden	188 469	180 021
Utbetaling til nye investeringer ¹	6 422	19 147
Utbetaling til eksisterende investeringer ¹	3 530	2 808
Innbetaling fra eksisterende investeringer ¹	-1 894	-4 686
Urealisert gevinst/tap	7 425	3 285
Valutaeffekt ved omregning til norske kroner	-5 611	-12 106
Unotert eiendom, utgående balanse for perioden	198 341	188 469

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 EIENDOMSELSKAPER

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

I tabellene nedenfor gis en ytterligere spesifikasjon av *Unotert eiendom*. Tabell 6.3 spesifiserer SPU's 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 SPU's andel av eiendeler og forpliktelser i de underliggende datterselskapene som inngår i *Unotert eiendom* som presentert i tabell 6.2.

Tabell 6.3 Inntekt fra underliggende eiendomsselskaper

Beløp i millioner kroner	3. kvartal 2017	3. kvartal 2016	Hittil i år 30.09.2017	Hittil i år 30.09.2016	2016
Netto leieinntekter ¹	2 167	1 949	6 301	5 778	7 645
Realisert gevinst/tap	192	57	207	110	109
Virkelig verdiendringer – bygninger ²	2 809	2 589	5 364	999	1 416
Virkelig verdiendringer – gjeld ²	28	-72	-192	-584	-191
Transaksjonskostnader	-112	-103	-159	-134	-411
Rentekostnader eksternt gjeld	-145	-145	-452	-480	-622
Betalbar skatt	-14	-77	-79	-127	-151
Endring utsatt skatt	-120	-36	-277	-176	-174
Eiendomsforvaltning – faste honorarer ³	-119	-114	-368	-368	-454
Eiendomsforvaltning – variable honorarer ³	-45	68	-121	-17	-39
Forvaltningskostnader innenfor rammen fra Finansdepartementet ⁴	-19	-19	-57	-59	-81
Andre driftskostnader	-18	-50	-63	-115	-105
Netto inntekt underliggende eiendomsselskaper	4 604	4 047	10 104	4 827	6 942

- ¹ Netto leieinntekter består i all hovedsak av opptjente leieinntekter med fradrag for kostnader til drift og vedlikehold av bygningene.
- ² Dette omfatter kun virkelig verdiendringer av bygninger og gjeld og vil derfor ikke tilsvare urealisert gevinst/tap presentert i tabell 6.1 som inkluderer overskudd som ikke er utdelt.
- ³ 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.
- ⁴ Se tabell 9.2 for spesifikasjon av forvaltningskostnader som måles mot rammen for forvaltningsgodtgjøring fra Finansdepartementet.

Tabell 6.4 Eiendeler og forpliktelser underliggende eiendomsselskaper

Beløp i millioner kroner	30.09.2017	31.12.2016
Innskudd i banker	3 238	2 272
Bygninger	213 216	204 635
Eksternt gjeld	-15 757	-15 727
Betalbar skatt	-111	-204
Netto utsatt skatt	-1 448	-1 153
Netto andre eiendeler og forpliktelser	-797	-1 354
Sum eiendeler og forpliktelser underliggende eiendomsselskaper	198 341	188 469

Note 7 Måling til virkelig verdi

1. INNLEDNING

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

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

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

For en oversikt over verdsettelsesmetoder og modeller, samt definisjoner og anvendelse av kategoriene for verdsettelsesusikkerhet, se note 7 *Måling til virkelig verdi* i årsrapport 2016.

VESENTLIG ESTIMAT

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

2. HIERARKIET FOR VIRKELIG VERDI

Tabell 7.1 Investeringer på nivåer for verdsettelsesusikkerhet

Beløp i millioner kroner	Nivå 1		Nivå 2		Nivå 3		Totalt	
	30.09.2017	31.12.2016	30.09.2017	31.12.2016	30.09.2017	31.12.2016	30.09.2017	31.12.2016
Aksjer og andeler	5 179 693	4 673 199	33 651	28 845	10 992	11 863	5 224 336	4 713 907
Statsobligasjoner	1 326 719	1 369 188	51 011	92 172	-	-	1 377 730	1 461 360
Statsrelaterte obligasjoner	268 805	279 772	47 917	53 463	1 118	902	317 840	334 137
Realrenteobligasjoner	121 489	124 646	7 259	16 168	-	-	128 748	140 814
Selskapsobligasjoner	604 038	538 692	25 860	52 293	150	161	630 048	591 146
Pantesikrede obligasjoner	123 676	136 088	11 729	11 149	26	327	135 431	147 564
Sum obligasjoner	2 444 727	2 448 386	143 776	225 245	1 294	1 390	2 589 797	2 675 021
Finansielle derivater (eiendeler)	40	291	7 386	9 075	-	-	7 426	9 366
Finansielle derivater (gjeld)	-	-	-2 893	-4 501	-	-	-2 893	-4 501
Sum finansielle derivater	40	291	4 493	4 574	-	-	4 533	4 865
Unotert eiendom	-	-	-	-	198 341	188 469	198 341	188 469
Annet ¹	-	-	-64 671	-71 768	-	-	-64 671	-71 768
Totalt	7 624 460	7 121 876	117 249	186 896	210 627	201 722	7 952 336	7 510 494
Totalt (prosent)	95,9	94,8	1,5	2,5	2,6	2,7	100,0	100,0

¹ Annet består av ikke-investerings eiendeler og forpliktelser begrenset til pengemarkedsinstrumenter som utlån og innlån med sikkerhetsstillelse, innskudd i banker, uoppgjorte handel, avgitt og mottatt kontantsikkerhet og andre eiendeler og gjeld.

Verdsettelsesusikkerheten for SPU totalt ved utgangen av tredje kvartal 2017 er i hovedsak uendret sammenlignet med utgangen av 2016. Majoriteten av den totale porteføljen er forbundet med lav verdsettelsesusikkerhet. Ved utgangen av tredje kvartal var 97,4 prosent klassifisert som nivå 1 eller 2. Bevegelser mellom nivåer i hierarkiet for virkelig verdi er nærmere omtalt i punkt 3 i denne noten.

Aksjer og andeler

Målt som andel av total verdi er tilnærmet alle aksjer og andeler (99,1 prosent) priset ut i fra offisielle sluttkursen på børs og klassifisert som nivå 1. Et fåtall aksjer og andeler (0,6 prosent) er verdsatt basert på annen observerbar inndata enn noterte priser som omfattes av nivå 1 og er klassifisert som nivå 2. Herunder klassifiseres aksjer som nylig er suspendert fra handel eller illikvide verdipapirer som ikke handles hver dag. Noen beholdninger (0,3 prosent) som for eksempel aksjer som ikke er børsnotert, er

illikvide grunnet bindingstid, eller som har vært suspendert fra handel over en lengre periode er verdsatt til virkelig verdi basert på utstrakt bruk av ikke-observerbar inndata. Disse beholdningene har høy usikkerhet rundt etablering av virkelig verdi og er klassifisert som nivå 3.

Obligasjoner

Majoriteten av obligasjoner (94,4 prosent) har observerbare priser som kan handles på og er klassifisert som nivå 1. Et mindretall obligasjoner (5,5 prosent) er klassifisert som nivå 2. Disse er verdsatt basert på observerbar inndata som noterte priser i markeder som ikke anses som aktive, eller de prises ut i fra sammenlignbare, men likvide instrumenter. Enkelte obligasjoner (0,1 prosent), hvor markedspriser ikke er observerbare, 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 eiendommer 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.

3. BEVEGELSER MELLOM NIVÅER I HIERARKIET

Reklassifisering mellom nivå 1 og nivå 2

Den relative andelen aksjer klassifisert som nivå 1 eller 2 er uendret sammenlignet mot årsslutt 2016.

Det har vært en nedgang i verdsettelses-usikkerheten for obligasjoner, sammenlignet mot årsslutt 2016. En stor andel av nedgangen hittil i år skyldes at enkelte selskapsobligasjoner denominert i amerikanske dollar har blitt reklassifisert fra nivå 2 til nivå 1 grunnet et tilstrekkelig antall observerbare kurser ved utgangen av perioden. Dette bekrefter et tidligere observert mønster hvor enkelte obligasjoner har lavere likviditet ved årsslutt sammenlignet med andre kvartaler. Videre har de fleste kjøp gjennom året vært innen nivå 1 og en vesentlig andel nivå 2 obligasjoner har forfalt eller blitt solgt.

Tabell 7.2 Endringer i nivå 3 beholdninger

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	30.09.2017
Aksjer og andeler	11 863	96	-1 514	-185	448	210	-259	333	10 992
Obligasjoner	1 390	-	-122	-215	10	324	-6	-87	1 294
Unotert eiendom ¹	188 469	8 058	-	-	7 425	-	-	-5 611	198 341
Totalt	201 722	8 154	-1 636	-400	7 883	534	-265	-5 365	210 627

Beløp i millioner kroner	01.01.2016	Kjøp	Salg	Forfalte og innbetalte	Netto gevinst/tap	Overført til nivå 3	Overført fra nivå 3	Gevinst/tap valuta	31.12.2016
Aksjer og andeler	3 607	9 956	-455	-41	-533	257	-842	-86	11 863
Obligasjoner	2 731	-	-1 011	-163	-33	6	-91	-49	1 390
Unotert eiendom ¹	180 021	17 269	-	-	3 285	-	-	-12 106	188 469
Totalt	186 359	27 225	-1 466	-204	2 719	263	-933	-12 241	201 722

¹ Kjøp representerer netto kontantstrøm i perioden fra SPU til datterselskaper presentert som *Unotert eiendom*.

Den relative andelen av beholdninger klassifisert som nivå 3 er tilnærmet uendret fra årsslutt 2016. I absolutt verdi har aksjer klassifisert som nivå 3 blitt redusert med

871 millioner kroner. Dette skyldes hovedsakelig salg av aksjer tidligere klassifisert som nivå 3. Verdien av obligasjoner klassifisert som nivå 3 er redusert med 96 millioner kroner.

4. SENSITIVITETSANALYSE FOR NIVÅ 3 BEHOLDNINGER

Tabell 7.3 Ytterligere spesifisering nivå 3 og sensitiviteter

Beløp i millioner kroner	Sensitiviteter 30.09.2017			Sensitiviteter 31.12.2016		
	Spesifisering av nivå 3 per 30.09.2017	Ufordel- aktige endringer	Fordel- aktige endringer	Spesifisering av nivå 3 per 31.12.2016	Ufordel- aktige endringer	Fordel- aktige endringer
Aksjer og andeler	10 992	-2 275	2 275	11 863	-2 638	2 606
Statsrelaterte obligasjoner	1 118	-112	112	902	-90	90
Selskapsobligasjoner	150	-15	15	161	-16	16
Pantesikrede obligasjoner	26	-3	3	327	-33	33
Sum obligasjoner	1 294	-130	130	1 390	-139	139
Unotert eiendom	198 341	-12 736	14 593	188 469	-9 678	10 711
Totalt	210 627	-15 141	16 998	201 722	-12 455	13 456

Det er 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 inndata i verdsettelsesmodellene blitt benyttet. De fordelaktige og ufordelaktige endringene i virkelig verdi illustrerer sensitiviteten i estimatene knyttet til endringer i de viktigste ikke-observerbare inndata i verdsettelsen.

Estimater for eiendomsverdiene er spesielt sensitive til endringer i avkastningskrav 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 6,4 prosent eller 12 736 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 eiendomsporteføljens verdi med 7,4 prosent eller 14 593 millioner kroner. Økningen i sensitivitet sammenlignet med årsslutt skyldes økt størrelse og endret komposisjon i den unoterte eiendomsporteføljen.

Sensitivitet for obligasjoner klassifisert som nivå 3 er tilnærmet uendret sammenlignet med årsslutt. Sensitivitet for aksjer klassifisert som nivå 3 er noe redusert, hovedsakelig grunnet redusert beholdning av aksjer klassifisert som nivå 3.

Note 8 Risiko

MARKEDSRISIKO

Markedsrisiko er risiko for endringer i porteføljens verdi på grunn av endring i aksjekurser, renter, eiendomsverdier, valutakurser og kredittpåslag. Norges Bank 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 aktivklasse, land og valuta

Aktivklasse	Marked	Markedsverdi i prosent per land og valuta ¹		Markedsverdi i prosent per aktivklasse		Eiendeler minus gjeld før forvaltningsgodtgjøring		
		30.09.2017	Marked	31.12.2016	30.09.2017	31.12.2016	30.09.2017	31.12.2016
Aksjer	Utviklet	89,7	Utviklet	90,5				
	USA	35,9	USA	37,6				
	Storbritannia	9,7	Storbritannia	9,8				
	Japan	8,9	Japan	9,0				
	Tyskland	5,9	Tyskland	5,4				
	Frankrike	5,3	Frankrike	5,2				
	Sum andre	24,0	Sum andre	23,5				
	Fremvoksende	10,3	Fremvoksende	9,5				
	Kina	3,2	Kina	2,7				
	Taiwan	1,6	Taiwan	1,5				
	India	1,1	India	1,0				
	Brasil	0,9	Brasil	0,8				
	Sør-Afrika	0,6	Sør-Afrika	0,6				
	Sum andre	2,9	Sum andre	2,9				
Sum aksjer					65,92	62,47	5 242 161	4 691 863
Obligasjoner	Utviklet	88,6	Utviklet	87,6				
	Amerikanske dollar	42,7	Amerikanske dollar	43,7				
	Euro	27,0	Euro	25,3				
	Japanske yen	6,2	Japanske yen	5,9				
	Britiske pund	4,2	Britiske pund	4,6				
	Kanadiske dollar	3,3	Kanadiske dollar	3,0				
	Sum andre	5,2	Sum andre	5,1				
	Fremvoksende	11,4	Fremvoksende	12,4				
	Meksikanske peso	2,1	Meksikanske peso	1,9				
	Sørkoreanske won	1,7	Sørkoreanske won	1,7				
	Polske zloty	0,9	Indiske rupi	0,9				
	Indonesiske rupiah	0,9	Polske zloty	0,8				
	Indiske rupi	0,9	Brasilianske real	0,8				
	Sum andre	4,9	Sum andre	6,3				
Sum obligasjoner					31,57	34,31	2 510 832	2 576 875
Unotert eiendom	USA	48,4	USA	46,0				
	Storbritannia	23,8	Storbritannia	23,0				
	Frankrike	15,3	Frankrike	14,6				
	Sveits	4,2	Tyskland	7,6				
	Tyskland	3,5	Sveits	3,6				
	Sum andre	4,8	Sum andre	5,2				
Sum unotert eiendom²					2,51	3,22	199 343	241 756

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

² Børsnoterte eiendomsinvesteringer er presentert som Aksjer fra og med 01.01.2017. Disse var tidligere inkludert i aktivklassen Eiendom. Sammenlignbare tall er ikke omarbeidet.

Ved utgangen av tredje kvartal var aksjeandelen i fondet 65,9 prosent. Dette er en økning fra 62,5 prosent ved årsslutt 2016. Obligasjonsporteføljens andel av fondet har gått ned til 31,6 prosent i tredje kvartal, fra 34,3 prosent ved årsslutt. Denne endringen i aktivklasseallokering hittil i år er hovedsakelig som følge av bedre avkastning for aksjer enn obligasjoner samt at børsnotert eiendom ble flyttet til aksjeporteføljen ved inngangen til året som følge av endring i forvaltningsmandatet gitt av Finansdepartementet.

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.

Mandatet fastsatt av Finansdepartementet ble endret fra 1. januar 2017. Alle fondets

investeringer, inkludert unoterte eiendomsinvesteringer, er nå inkludert i beregning av forventet relativ volatilitet, og måles mot fondets referanseindeks som består av globale aksje- og obligasjonsindekser. Grensen for forventet relativ volatilitet for fondet, nå inkludert unotert eiendom, er fortsatt på 1,25 prosentpoeng.

MSCI sin Barra Private Real Estate 2 (PRE2) modell brukes til å beregne risikoen 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 årsrapport 2016. Denne metoden benyttes også for investeringer i unotert eiendom.

Tabell 8.2 Porteføljrisiko, forventet volatilitet, prosent

	Forventet volatilitet, faktisk portefølje							
	30.09.2017	Min 2017	Maks 2017	Snitt 2017	31.12.2016	Min 2016	Maks 2016	Snitt 2016
Porteføljen	11,1	10,7	11,1	11,0	10,6	10,2	10,7	10,5
Aksjer	14,1	13,9	14,1	14,0	14,0	12,9	14,1	13,7
Obligasjoner	9,7	9,6	9,8	9,7	9,7	9,6	10,3	10,0
Unotert eiendom ¹	12,6	12,5	12,7	12,6				

¹ Risikoen for fondets unoterte eiendomsinvesteringer er beregnet separat fra og med 2017.

Tabell 8.3 Relativ risiko målt mot referanseindeksene til fondet og aktivklassene, forventet relativ volatilitet, basispunkter

	Forventet relativ volatilitet							
	30.09.2017	Min 2017	Maks 2017	Snitt 2017	31.12.2016	Min 2016	Maks 2016	Snitt 2016
Porteføljen ¹	33	31	35	33	34	-	-	-
Aksje- og obligasjonsporteføljen	-	-	-	-	28	26	29	28
Aksjer	42	36	44	40	37	34	38	36
Obligasjoner	43	41	50	45	44	41	55	51

¹ I nytt forvaltningsmandat fra 2017 er eiendom inkludert i rammen på relativ volatilitet. Før 2017 var rammen i forvaltningsmandatet basert på den aggregerte aksje- og obligasjonsporteføljen.

Risiko målt ved forventet volatilitet viser en forventet årlig verdisingning i fondet på 11,1 prosent, eller om lag 890 milliarder kroner, ved utgangen av tredje kvartal, mot 10,6 prosent ved årsslutt 2016. Aksjeinvesteringenes forventede volatilitet har økt til 14,1 prosent fra 14,0 prosent, mens renteinvesteringenes volatilitet er uendret siden utgangen av 2016 på 9,7 prosent. Økningen i fondets forventede volatilitet hittil i år skyldes hovedsakelig den økte vekten av aksjer i porteføljen.

Fondets forventede relative volatilitet, inkludert notert eiendom, var 33 basispunkter ved utgangen av tredje kvartal, mot 34 basispunkter ved årsslutt 2016.

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

ukentlig basis over de siste ti år. 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.

Med virkning fra 1. januar 2017 er investeringer i unotert eiendom også inkludert i beregning av forventet ekstremavviksrisiko for fondet. Hovedstyret har fastsatt at den årlige ekstremavviksrisikoen ikke skal overstige 3,75 prosentpoeng. Ved utgangen av tredje kvartal var ekstremavviksrisikoen 1,48 prosentpoeng.

KREDITTRISIKO

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

Tabell 8.4 Obligasjonsporteføljen fordelt etter kredittvurdering

Beløp i millioner kroner, 30.09.2017	AAA	AA	A	BBB	Lavere vurdering	Totalt
Statsobligasjoner	661 886	211 384	285 288	177 779	41 393	1 377 730
Statsrelaterte obligasjoner	145 890	118 254	41 295	11 077	1 324	317 840
Realrenteobligasjoner	108 335	7 927	2 754	8 208	1 524	128 748
Selskapsobligasjoner	4 326	62 102	222 968	331 048	9 604	630 048
Pantesikrede obligasjoner	115 685	14 840	3 141	1 765	-	135 431
Sum obligasjoner	1 036 122	414 507	555 446	529 877	53 845	2 589 797

Beløp i millioner kroner, 31.12.2016	AAA	AA	A	BBB	Lavere vurdering	Totalt
Statsobligasjoner	716 767	260 859	271 238	173 321	39 176	1 461 360
Statsrelaterte obligasjoner	143 279	136 550	36 316	15 579	2 413	334 137
Realrenteobligasjoner	109 025	9 493	3 662	12 459	6 175	140 814
Selskapsobligasjoner	5 290	59 469	219 333	297 198	9 856	591 146
Pantesikrede obligasjoner	126 001	16 054	2 010	3 499	-	147 564
Sum obligasjoner	1 100 361	482 424	532 559	502 058	57 620	2 675 021

Andelen av obligasjonsbeholdningen kategorisert med kredittvurdering AAA og AA ble redusert ved slutten av tredje kvartal sammenlignet med årsslutt 2016, mens andelen av obligasjonsbeholdningen kategorisert med kredittvurdering A og BBB økte i perioden. Dette skyldes i hovedsak en reduksjon i statsobligasjoner i AAA og AA kategoriene til 33,7 prosent av obligasjonsporteføljen fra 36,5 prosent ved utgangen av 2016, blant annet som følge av salg av statsobligasjoner i disse kategoriene. Andelen

av selskapsobligasjoner i A og BBB kategoriene økte til 21,4 prosent av obligasjonsporteføljen, fra 19,3 prosent ved slutten av 2016. Totalt sett er kredittkvaliteten på obligasjonsporteføljen noe svekket siden årsslutt.

MOTPARTSRISIKO

Motpartsrisiko er risiko for tap knyttet til at en motpart går konkurs eller på annen måte ikke kan oppfylle sine forpliktelser. Tabell 8.5 viser motpartsrisiko per type posisjon.

Tabell 8.5 Motpartsrisiko per type posisjon

Beløp i millioner kroner, 30.09.2017	Brutto eksponering	Motregnings-effekter	Sikkerheter og garantier	Netto eksponering
Verdipapirlån	64 595	-	737	63 859
Usikrede bankinnskudd ¹	16 696	-	-	16 696
Ikke-børsnoterte derivater inklusiv valutakontrakter	29 049	5 062	-380	24 367
Avregnede ikke-børsnoterte og børsnoterte derivater ²	8 942	1 465	-283	7 761
Deltagelsessertifikater	5 439	-	-	5 439
Gjenkjøps- og gjensalgsvtaler	2 856	449	-688	3 094
Oppgjørsrisiko på motpart og transaksjoner med lang oppgjørstid	562	-	-	562
Totalt	128 139	6 976	-615	121 778

Beløp i millioner kroner, 31.12.2016	Brutto eksponering	Motregnings-effekter	Sikkerheter og garantier	Netto eksponering
Verdipapirlån	64 908	-	868	64 040
Usikrede bankinnskudd ¹	20 570	-	-	20 570
Ikke-børsnoterte derivater inklusiv valutakontrakter	19 347	3 667	2 608	13 071
Avregnede ikke-børsnoterte og børsnoterte derivater ²	8 003	1 183	-1 685	8 505
Deltagelsessertifikater	3 934	-	-	3 934
Gjenkjøps- og gjensalgsvtaler	3 523	492	149	2 882
Oppgjørsrisiko på motpart og transaksjoner med lang oppgjørstid	50	-	-	50
Totalt	120 335	5 342	1 940	113 054

¹ Beløpet inkluderer også bankinnskudd i ikke-konsoliderte datterselskaper eiendom.

² Gjelder futureshandler og rentebytteavtaler som er avregnet av sentral motpart.

Motpartsrisikoen målt ved netto risiko-eksponering har økt sammenlignet med årsslutt 2016. Nettoeksponeringen var 121,8 milliarder kroner ved utgangen av tredje kvartal, mot 113,1 milliarder kroner ved utgangen av 2016.

Økningen skyldes i hovedsak økt risiko-eksponering fra ikke-børsnoterte derivater som følge av høy motpartseksponering fra oppgjør av valutakontrakter ved slutten av tredje kvartal.

Note 9 Forvaltningskostnader

SPU forvaltes av Norges Bank. Kostnadene knyttet til forvaltningen av fondet påløper i hovedsak i Norges Bank. Forvaltningskostnader påløper også i datterselskaper av Norges Bank som utelukkende er etablert som en del av forvaltningen av SPUs investeringer i unotert eiendom.

FORVALTNINGSKOSTNADER I NORGES BANK

Finansdepartementet refunderer Norges Bank for kostnader som påløper i forbindelse med forvaltningen av SPU, i form av en forvaltningsgodtgjøring. Forvaltningsgodtgjøringen tilsvarende faktiske kostnader påløpt i Norges Bank, inkludert avkastningsavhengige honorarer til eksterne forvaltere, og belastes periodens resultat for SPU på linjen *Forvaltningsgodtgjøring*. Kostnader inkludert i forvaltningsgodtgjøringen er spesifisert i tabell 9.1.

Tabell 9.1 Forvaltningsgodtgjøring

Beløp i millioner kroner	3. kvartal		Hittil i år		Hittil i år		Basis-	
	2017	2016	30.09.2017	Basis-punkter	30.09.2016	Basis-punkter	2016	Basis-punkter
Lønn, arbeidsgiveravgift og andre personalkostnader	322	304	947		860		1 177	
Kostnader til depot	92	102	289		286		379	
IT-tjenester, systemer, data og informasjon	157	173	480		478		649	
Analyse, konsulent og juridiske tjenester	61	54	146		176		261	
Øvrige kostnader	67	59	183		177		244	
Fordelte kostnader Norges Bank	43	41	128		124		161	
Faste honorarer til eksterne forvaltere	219	192	649		552		638	
Forvaltningsgodtgjøring eksklusive avkastningsavhengige honorarer	961	925	2 823	4,9	2 653	4,9	3 509	4,9
Avkastningsavhengige honorarer til eksterne forvaltere	47	171	638		253		222	
Forvaltningsgodtgjøring	1 008	1 096	3 461	6,0	2 906	5,4	3 731	5,2

FORVALTNINGSKOSTNADER I DATTERSELSKAPER

Forvaltningskostnader som påløper i datterselskaper består av driftskostnader knyttet til forvaltningen av den unoterte eiendomsporteføljen. Forvaltningskostnader påløpt i ikke-

konsoliderte og konsoliderte datterselskaper presenteres i resultatregnskapet som henholdsvis *Inntekt/kostnad fra unotert eiendom* og *Andre kostnader*. Disse kostnadene er spesifisert i tabell 9.2.

Tabell 9.2 Forvaltningskostnader datterselskaper eiendom

Beløp i millioner kroner	3. kvartal 2017	3. kvartal 2016	Hittil i år 30.09.2017	Hittil i år 30.09.2016	2016
Lønn, arbeidsgiveravgift og andre personalkostnader	6	6	18	17	27
IT-tjenester, systemer, data og informasjon	9	9	26	26	36
Analyse, konsulent og juridiske tjenester	3	4	13	16	19
Øvrige kostnader	4	5	12	14	18
Sum forvaltningskostnader datterselskaper eiendom	22	24	69	73	100
<i>Herav forvaltningskostnader ikke-konsoliderte datterselskaper</i>	<i>19</i>	<i>19</i>	<i>57</i>	<i>59</i>	<i>81</i>
<i>Herav forvaltningskostnader konsoliderte datterselskaper</i>	<i>3</i>	<i>5</i>	<i>12</i>	<i>14</i>	<i>19</i>

I tillegg til forvaltningskostnadene presentert i tabell 9.2, påløper det også andre driftskostnader i datterselskaper knyttet til løpende vedlikehold, drift og utvikling av bygninger og leieforhold. Disse kostnadene er ikke definert som forvaltningskostnader ettersom de er direkte relatert til de underliggende bygningene og ikke er en del av forvaltningen av eiendomsporteføljen. Andre driftskostnader som påløper i

ikke-konsoliderte datterselskaper belastes porteføljerisikoret direkte og presenteres i resultatregnskapet som *Inntekt/kostnad fra unotert eiendom*. Se tabell 6.3 i note 6 *Unotert eiendom* for ytterligere informasjon. Andre driftskostnader som påløper i konsoliderte datterselskaper presenteres i resultatregnskapet som *Andre kostnader*.

ØVRE RAMME FOR DEKNING AV FORVALTNINGSKOSTNADER

Finansdepartementet har fastsatt en øvre ramme for dekning av forvaltningskostnader. Summen av forvaltningskostnader som påløper i Norges Bank og i datterselskaper, eksklusiv avkastningsavhengige honorarer til eksterne forvaltere, er for 2017 begrenset oppad til 7,5 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. Andre driftskostnader som påløper i datterselskaper, samt kostnader som påløper i

deleide eiendomsselskaper, inngår ikke i kostnadene som er oppad begrenset til den øvre kostnadsrammen. Hittil i år utgjør samlede forvaltningskostnader som måles mot den øvre kostnadsrammen 2 892 millioner kroner. Dette består av 2 823 millioner kroner i forvaltningskostnader i Norges Bank eksklusive avkastningsavhengige honorarer til eksterne forvaltere og 69 millioner kroner i forvaltningskostnader i datterselskaper. Dette tilsvarer 5,0 basispunkter av forvaltet kapital på årsbasis.

Samlede forvaltningskostnader inklusive avkastningsavhengige honorarer utgjør hittil i år 3 530 millioner kroner. Dette tilsvarer 6,1 basispunkter av forvaltet kapital på årsbasis.

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. september 2017, resultatregnskap, oppstilling av endringer i eiers kapital, kontantstrømoppstilling for ni måneders perioden avsluttet denne dato, og utvalgte forklarende noter. Hovedstyret og ledelsen er ansvarlig for utarbeidelsen av og fremstillingen av delårsrapporteringen i samsvar med International Accounting Standard 34 “Interim Financial Reporting” som fastsatt av EU. Vår oppgave er å avgi en uttalelse om delårsrapporteringen basert på vår forenklete revisorkontroll.

Omfanget av den forenklete revisorkontrollen

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

Konklusjon

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

Oslo, 25. oktober 2017

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