

3. kv. | 19

Statens
pensjonsfond
utland

Kvartalsrapport
2019

Hovudtal

1,6 %

236 milliardar kroner

Statens pensjonsfond utland fekk ei avkastning på **1,6** prosent, eller **236** milliardar kroner, i tredje kvartal 2019.



Aksjeinvesteringar

—
1,3 %



Unoterte
eigedomsinvesteringar

—
1,6 %



Renteinvesteringar

—
2,4 %

Avkastninga på fondet sine aksjeinvesteringar var på **1,3** prosent.
Investeringar i unotert eigedom fekk ei avkastning på **1,6** prosent.
Avkastninga for renteinvesteringane var **2,4** prosent.

Avkastninga på investeringane var på linje med avkastninga på referanseindeksen som fondet blir målt mot.

9 742

milliardar kroner

Ved utgangen av kvartalet var marknadsværdien av fondet **9 742** milliardar kroner. Fondet var investert med **69,1** prosent i aksjar, **2,8** prosent i unotert eigedom og **28,2** prosent i rentepapir.



Aksjeinvesteringar

69,1 %



**Unoterte
eigedomsinvesteringar**

2,8 %



Renteinvesteringar

28,2 %

Innhald

1

INVESTERINGANE

Aksjar _____ 6

Eigedom _____ 8

Renter _____ 11

2

FORVALTNINGA

Forvaltninga _____ 13

Risiko _____ 15

Ansvarleg forvaltning _____ 17

3

HOVUDTAL OG REKNESKAP

Hovudtal _____ 19

Rekneskapsrapportering _____ 21

Notar _____ 27

Revisjonsmelding _____ 51

Investeringane

Aksjar

Aksjeinvesteringane, som utgjorde 69,1 prosent av fondet ved utgangen av kvartalet, fekk ei avkastning på 1,3 prosent. Aksjeavkastninga var positiv trass i relativt svake tal for global industriaktivitet gjennom kvartalet. Faktiske og forventa pengepolitiske letter i USA og eurosona, og store fall i lange renter påverka truleg også dei globale aksjeprisane. Det var også uvisse knytt til dei handelspolitiske forhandlingane mellom USA og Kina, attåt Storbritannia si utmelding av EU.

Positiv avkastning i hovudmarknadene

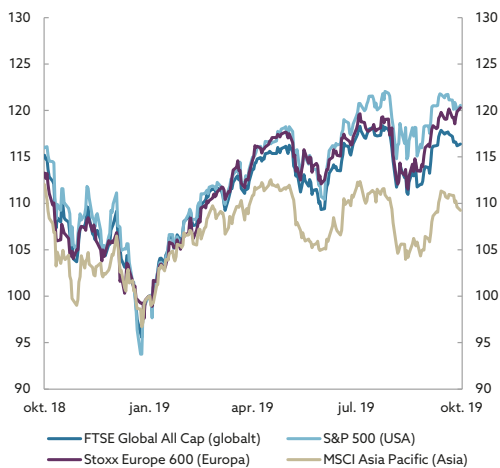
Nordamerikanske aksjar hadde ei avkastning på 2,9 prosent i kvartalet og stod for 42,3 prosent av fondet sine aksjeinvesteringar. Avkastninga

for aksjar notert i USA var på 2,9 prosent, tilsvarande 1,2 prosent målt i lokal valuta. USA var fondet sin største enkeltmarknad og stod for 40,0 prosent av aksjeinvesteringane.

Europeiske aksjar hadde nullavkastning i kvartalet. Totalt var 33,0 prosent av fondet sine aksjeinvesteringar plasserte i europeiske selskap. Aksjar noterte i Storbritannia hadde ei avkastning på -0,2 prosent. I lokal valuta var avkastninga 1,3 prosent. Dette er den største europeiske marknaden fondet har. 8,5 prosent av aksjeinvesteringane var plasserte her.

Aksjar i Asia og Oseania hadde ei avkastning på 0,8 prosent og utgjorde 22,0 prosent av fondet sine aksjeinvesteringar. Avkastninga for japanske

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



Kjelde: Bloomberg

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



Kjelde: FTSE Russell

aksjar var på 4,9 prosent, tilsvarande 3,4 prosent målt i lokal valuta. Japanske aksjar utgjorde 8,6 prosent av aksjeinvesteringane.

Aksjar i framveksande marknader hadde ei avkastning på -1,3 prosent i kvartalet. Til saman var 10,9 prosent av fondet sine aksjeinvesteringar plasserte i framveksande marknader. Den kinesiske aksjemarknaden fekk ei avkastning på -2,1 prosent. Totalt var 3,9 prosent av fondet sine aksjeinvesteringar plasserte her.

Sterkast avkastning for kraft- og vassforsyningsselskap

Kraft- og vassforsyningsselskap hadde den sterkaste avkastninga i kvartalet, med 6,2 prosent. Lågare lange renter i dei globale

finansmarknadene, spesielt i Europa og USA, bidrog positivt til avkastninga i sektoren.

Telekommunikasjonsselskap hadde ei avkastning på 4,0 prosent i kvartalet. Ein marknadsrotasjon mot selskap med stabile kontantstraumar underbygde utviklinga i kvartalet. Avkastninga var spesielt sterk for dei store amerikanske telekommunikasjonsselskapa.

Teknologiselskap hadde ei avkastning på 3,9 prosent. Avkastninga var driven av sterk aksjeprisutvikling for halvleiarsselskap som følgje av forventning om betra balanse mellom tilbod og etterspørsel.

Tabell 1 Avkastninga på fondets aksjeinvesteringar i tredje kvartal 2019. Fordelt etter sektor. Målt i internasjonal valuta. Prosent

Sektor	Avkastning	Del av aksjebeholdningane ¹
Finans	1,2	23,5
Teknologi	3,9	13,9
Industri	0,1	13,2
Konsumvarer	2,8	12,1
Helse	0,9	10,9
Konsumtenester	1,6	10,7
Olje og gass	-4,0	5,3
Material	-3,9	4,4
Kraft- og vassforsyning	6,2	2,9
Telekommunikasjon	4,0	2,9

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

Tabell 2 Fondets største aksjebeholdningar per 30. september 2019. Millionar kroner

Selskap	Land	Behaldning
Microsoft Corp	USA	94 908
Apple Inc	USA	93 229
Nestlé SA	Sveits	75 342
Alphabet Inc	USA	74 333
Amazon.com Inc	USA	66 545
Royal Dutch Shell PLC	Storbritannia	52 971
Roche Holding AG	Sveits	50 838
Novartis AG	Sveits	43 099
Facebook Inc	USA	41 927
Berkshire Hathaway Inc	USA	38 256

Olje- og gasselskap hadde ei avkastning på -4,0 prosent. Lågare olje- og gassprisar bidrog til den svake avkastninga. Høgare gassproduksjon bidrog til fallet i gassprisen, medan lågare forventa etterspørsel etter olje, som følgje av svakare vekst i globalt bruttonasjonalprodukt, bidrog til lågare oljepris.

Enkeltinvesteringar

Investeringa i teknologiselskapet Apple Inc bidrog mest positivt til avkastninga i tredje kvartal, følgt av investeringane i teknologiselskapa Alphabet Inc og konsumvareselskapet Nestlé SA. Enkeltelskapa som bidrog mest negativt til avkastninga, var konsumtenesteselskapet Amazon.com Inc, oljeselskapet Royal Dutch Shell Plc og teknologiselskapet SAP SE.

Fondet deltok i 39 børsnoteringar i kvartalet. Den største børsnoteringa i marknaden der fondet kjøpte aksjar, var i konsumvareselskapet Budweiser Brewing Company APAC Ltd, teknologiselskapet TeamViewer AG og helseselskapet SmileDirectClub Inc. Dei største deltakingane fondet hadde i børsnoteringar, var i Budweiser Brewing Company APAC Ltd, finansselskapet EQT AB og konsumtenesteselskapet Peloton Interactive Inc.

AVKASTNING MÅLT I INTERNASJONAL VALUTA

Fondet investerer i internasjonale verdipapir i utanlandsk valuta. Fondsavkastninga 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 for fondet og bestod av 36 valutaer ved utgangen av tredje kvartal 2019. Om ikkje anna er opplyst i teksten, er resultatmålinga gjort i valutakorga for fondet.

Eigedom

Fondet sine samla investeringar i eigedom utgjorde 3,9 prosent av fondet ved utgangen av tredje kvartal. Avkastninga var 3,1 prosent i kvartalet. I forvaltninga er unoterte og noterte eigedomsinvesteringar forvalta som ein samla strategi for eigedom.

Investeringane i unotert eigedom utgjorde 70,0 prosent av eigedomsinvesteringane og fekk i kvartalet ei avkastning på 1,6 prosent. Avkastninga på dei unoterte eigedomsinvesteringane fondet har, er påverka av leigeinntekter, driftskostnader, verdiendringar på eigedom og gjeld, endringar i valutakursar og transaksjonskostnader for kjøp og sal av eigedom. Løpande leigeinntekter fråtrekt driftskostnader bidrog positivt til resultatet med

1,0 prosentpoeng målt i lokal valuta. Verdiendringar på eigedom og gjeld bidrog med 0,8 prosentpoeng målt i lokal valuta. Valutaendringar hadde ein påverknad på avkastninga med -0,2 prosentpoeng i tredje kvartal.

I juli annonserte fondet sal av Prelude-bygget i bydelen Boulogne-Billancourt utanfor Paris. Fondet vil få 49 millionar euro, tilsvarande rundt 479 millionar kroner, for eigardelen sin på 50 prosent. Eigedommen vart kjøpt i 2011 i partnerskap med AXA France.

Børsnotert eigedom utgjorde 30,0 prosent av eigedomsinvesteringane ved utgangen av tredje kvartal og fekk i kvartalet ei avkastning på 7,1 prosent.

Tabell 3 Verdien av eigedomsinvesteringane per 30. september 2019. Millionar kroner

	Verdi ¹
Unoterte eigedomsinvesteringar	268 459
Børsnoterte eigedomsinvesteringar	115 133
Samla eigedomsinvesteringar	383 592

¹ Inkludert bankinnskott og andre fordringar.

Tabell 4 Avkastning på unoterte eigedomsinvesteringar i tredje kvartal 2019. Prosentpoeng

	Avkastning
Leigeinntekter	1,0
Verdiendringar	0,8
Transaksjonskostnader	0,0
Resultat av valutajusteringar	-0,2
Totalt	1,6

Renter

Renteinvesteringane utgjorde 28,2 prosent av fondet ved utgangen av tredje kvartal og fekk ei avkastning på 2,4 prosent.

Utviklinga i rentemarknadene frå første halvår med lågare renter, heldt fram i tredje kvartal. Det var letter i pengepolitikk i dei fleste valutaer, og forventingar om ytterlegare tiltak frå sentralbankar.

Sterkast avkastning for britiske statsobligasjonar

Statsobligasjonar fekk ei avkastning på 2,8 prosent og utgjorde 53,1 prosent av fondet sine renteinvesteringar ved utgangen av kvartalet. Dei tre største beholdningane fondet hadde av statsobligasjonar, bestod av obligasjonar utferda av USA, Japan og Tyskland.

Amerikanske statsobligasjonar fekk ei avkastning på 4,6 prosent. I lokal valuta var avkastninga 2,8 prosent. Amerikanske statsobligasjonar stod for 21,1 prosent av renteinvesteringane og var den største beholdninga fondet hadde av statsgjeld frå ein enkeltutferdar. Den amerikanske sentralbanken kutta renta to gonger i kvartalet, begge gonger med 0,25 prosentpoeng. Ved utgangen av kvartalet var det prisa inn ytterlegare kutt i styringsrenta i fjerde kvartal, og neste år.

Euro-denominerte statsobligasjonar, som utgjorde 10,7 prosent av renteinvesteringane, fekk ei avkastning på 0,8 prosent. I lokal valuta var avkastninga 3,4 prosent. Den europeiske sentralbanken vedtok ei ny stimulanspakke i september, der blant anna renta på innskot frå bankar vart senka med 0,1 prosentpoeng til minus 0,5 prosent, og det kvantitative programmet for letter vart starta opp att.

Tabell 5 Avkastninga på fondets renteinvesteringar i tredje kvartal 2019. Fordelt etter sektor. Målt i internasjonal valuta. Prosent

Sektor	Avkastning	Del av renteinvesteringane ¹
Statsobligasjonar ²	2,8	53,1
Statsrelaterte obligasjonar ²	0,5	12,8
Realrenteobligasjonar ²	2,1	5,7
Selskapsobligasjonar	3,0	24,3
Pantesikra obligasjonar	-1,0	5,7

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

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 6 Fondets største obligasjonsbeholdningar per 30. september 2019. Millionar kroner

Utferdar	Land	Beholding
Amerikanske stat	USA	685 370
Japanske stat	Japan	199 878
Tyske stat	Tyskland	80 846
Franske stat	Frankrike	76 304
Britiske stat	Storbritannia	69 757
Spanske stat	Spania	51 717
Sørkoreanske stat	Sør-Korea	48 022
Meksikanske stat	Mexico	44 009
Italienske stat	Italia	42 813
Kreditanstalt für Wiederaufbau	Tyskland	34 659

Britiske statsobligasjonar, som utgjorde 2,5 prosent av renteinvesteringane, fekk ei avkastning på 5,5 prosent. I lokal valuta var avkastninga 7,0 prosent. Framleis uvisse rundt Storbritannia si utmelding frå EU gjer at marknaden prisa inn stort sannsyn for pengepolitiske letter i Storbritannia.

Japanske statsobligasjonar, som utgjorde 7,1 prosent av renteinvesteringane, fekk ei avkastning på 1,7 prosent. I lokal valuta var avkastninga 0,3 prosent. Den japanske sentralbanken gjorde ingen endringar i pengepolitikken sin i kvartalet, men har signalisert at letter kan kome i fjerde kvartal.

Fondet er også investert i obligasjonar frå statsrelaterte institusjonar som Kreditanstalt für Wiederaufbau, Canada Mortgage & Housing Corp og Province of Ontario. Statsrelaterte

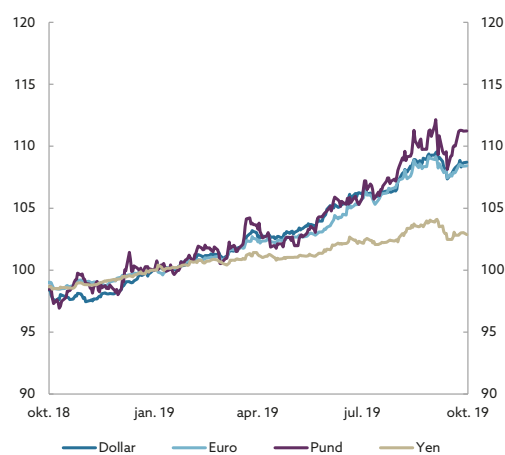
obligasjonar hadde ei avkastning på 0,5 prosent og utgjorde 12,8 prosent av renteinvesteringane.

Selskapsobligasjonane fekk ei avkastning på 3,0 prosent og utgjorde 24,3 prosent av fondet sine renteinvesteringar ved utgangen av kvartalet. Det var små endringar i kredittpremien i kvartalet.

Dei pantesikra obligasjonane til fondet, som hovudsakleg bestod av obligasjonar med fortrinnsrett denominert i euro, utgjorde 5,7 prosent av renteinvesteringane frå fondet. Grunna svekkinga av euroen fekk dei ein avkastning på -1,0 prosent.

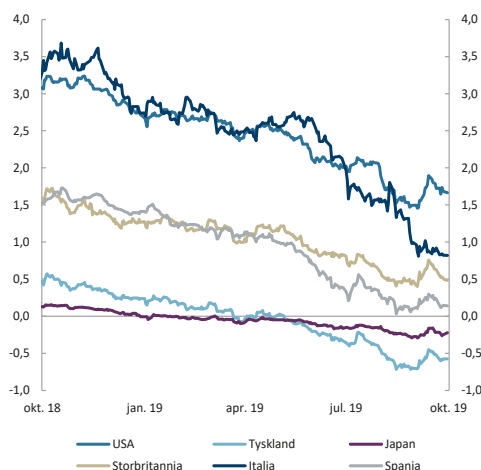
Realrenteobligasjonar fekk ei avkastning på 2,1 prosent og utgjorde 5,7 prosent av renteinvesteringane frå fondet. Forventingane til framtidig inflasjon, målt ved forskjellen på

Figur 3 Kursutviklinga for obligasjonar som er utferda i ulike valutaer. Målt i lokal valuta. Indeksert totalavkastning 31.12.2018 = 100



Kjelde: Bloomberg Barclays Indices

Figur 4 Utviklinga i rentene på tiårige statsobligasjonar. Prosent



Kjelde: Bloomberg

nominelle- og realrenter, er på låge nivå i dei fleste marknader.

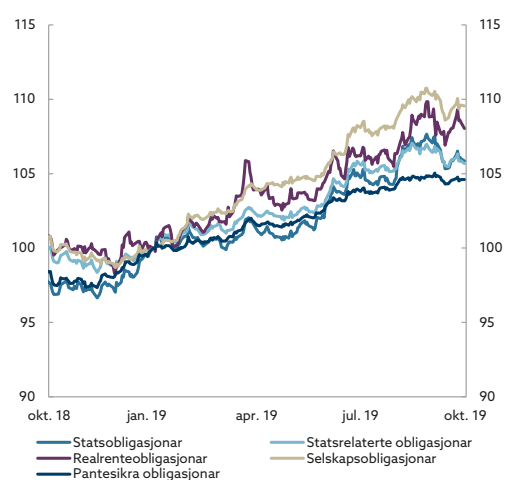
Endringar i beholdninga av rentepapir

Investeringar i dollar, euro, pund og yen utgjorde 83,1 prosent av renteinvesteringane ved utgangen av tredje kvartal, mot 82,7 prosent ved inngangen til kvartalet.

Marknadsverdien av investeringane i rentepapir i framvekslande land sine valutaer utgjorde 7,7 prosent av investeringane, mot 7,9 prosent i førre kvartal.

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

Figur 5 Kursutviklinga for ulike obligasjonar. Målt i amerikanske dollar. Indeksert totalavkastning 31.12.2018 = 100



Kjelde: Bloomberg Barclays Indices

Tabell 7 Fondets obligasjonar per 30. september 2019 fordelt etter kredittvurdering. Prosent av beholdninga

	AAA	AA	A	BBB	Lågare vurdering	Totalt
Statsobligasjonar	27,4	7,7	11,6	4,2	1,3	52,3
Statsrelaterte obligasjonar	5,1	5,3	1,6	0,6	0,1	12,6
Realrenteobligasjonar	4,5	0,6	0,3	0,3	0,0	5,7
Selskapsobligasjonar	0,2	1,5	9,5	12,4	0,2	23,9
Pantesikra obligasjonar	4,6	0,9	0,1	0,0	0,0	5,6
Totalt	41,8	16,0	23,1	17,5	1,6	100,0

Forvaltninga

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

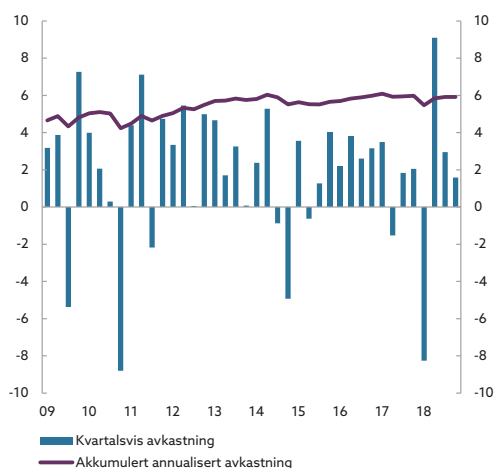
Avkastninga på fondet blir målt mot ein referanseindeks som er fastsett av Finansdepartementet og består av ein delindeks for aksjar og ein delindeks for obligasjonar. Referanseindeksen fungerer som ei overordna ramme for marknads- og valutarisiko i forvaltninga og som ein målestokk mot marknadsindeksar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

I tredje kvartal var fondsavkastninga 0,01 prosentpoeng høgare enn avkastninga på referanseindeksen frå Finansdepartementet.

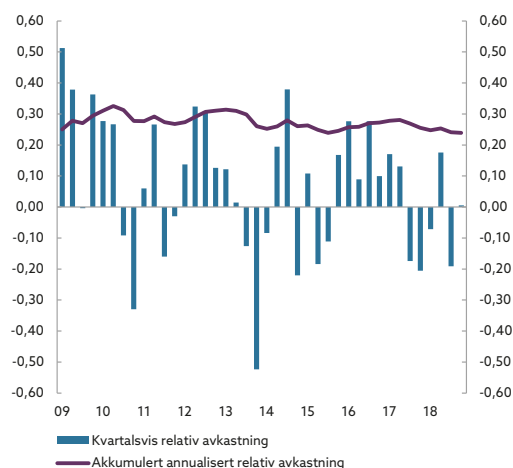
Fondet investerer i børsnoterte aksjar, obligasjonar og unotert eigedom. Når vi kjøper eigedom, sel vi obligasjonar og aksjar i eit forhold som held valutarisikoen uendra. Det blir sett eigne referanseindeksar for aksje- og renteforvaltninga som er justert for obligasjonar og aksjar som er selde for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

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

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



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



Aksjeforvaltninga bidrog med 0,02 prosentpoeng til den relative avkastninga i fondet i tredje kvartal. Investeringane innanfor sektorane teknologi og telekommunikasjon bidrog mest positivt til meiravkastninga i kvartalet, medan helsesektoren bidrog mest negativt. Fordelt på land var det aksjeinvesteringar i Kina som bidrog mest til det positive relative resultatet, medan amerikanske aksjar bidrog mest negativt.

Renteforvaltninga bidrog med -0,04 prosentpoeng til den relative avkastninga i fondet. Fondet sine investeringar i framveksande land bidrog negativt til den relative avkastninga av forvaltninga i tredje kvartal.

Eigedommsforvaltninga bidrog med 0,03 prosentpoeng til den relative avkastninga i fondet, målt mot aksjane og obligasjonane som utgjør finansieringa til eigedommsforvaltninga. Dei noterte eigedommsinvesteringane bidrog positivt til

meiravkastninga medan dei unoterte eigedommsinvesteringane hadde eit negativt bidrag.

Det relative resultatet kan også påverkast av ein allokeringseffekt mellom forvaltningsområda. I tredje kvartal var bidraget frå denne effekten uvesentleg.

Den relative avkastninga i fondet kan også brytast ned på aktivaklassar, der børsnoterte eigedommsinvesteringar er inkluderte i aksjeinvesteringane og investeringane i unotert eigedom blir målte mot referanseindeksen frå Finansdepartementet. Brotne ned på denne måten bidrog aksjeinvesteringane med 0,07 prosentpoeng, renteinvesteringane med -0,05 prosentpoeng og dei unoterte eigedommsinvesteringane med 0,00 prosentpoeng til den relative avkastninga i fondet. Allokeringseffekten mellom aktivaklassane var -0,02 prosentpoeng.

Tabell 8 Bidrag frå forvaltninga til den relative avkastninga på fondet i tredje kvartal 2019. Prosentpoeng

	Totalt
Aksjeforvaltninga	0,02
Renteforvaltninga	-0,04
Eigedommsforvaltninga	0,03
Allokeringseffekt	0,00
Totalt	0,01

Risiko

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

Forventa absolutt volatilitet for fondet, berekna ved det statistiske målet standardavvik, bruker tre års prishistorikk for å anslå kor mykje den årlege avkastninga på fondsinvesteringane normalt kan forventast å svinge. Ved utgangen av tredje kvartal var fondet sin forventa absolutte volatilitet på 7,7 prosent, eller om lag 750 milliardar kroner, mot 8,0 prosent ved inngangen til kvartalet.

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

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

Tabell 9 Risiko og eksponering for fondet

	Grenser fastsette av Finansdepartementet	30.09.2019
Allokering	Aksjeporteføljen 60–80 prosent av fondet ¹	69,0
	Unotert eigedom inntil 7 prosent av fondet	2,8
	Obligasjonsporteføljen 20–40 prosent av fondet ¹	28,5
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-	1,6
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.

berekninga av forventa relativ volatilitet og blir målte mot referanseindeksen for fondet, som består av globale aksje- og obligasjonsindeksar. Grensa for forventa relativ volatilitet for fondet er 1,25 prosentpoeng. Ved utgangen av kvartalet var den forventa relative volatiliteten i fondet 0,33 prosentpoeng.

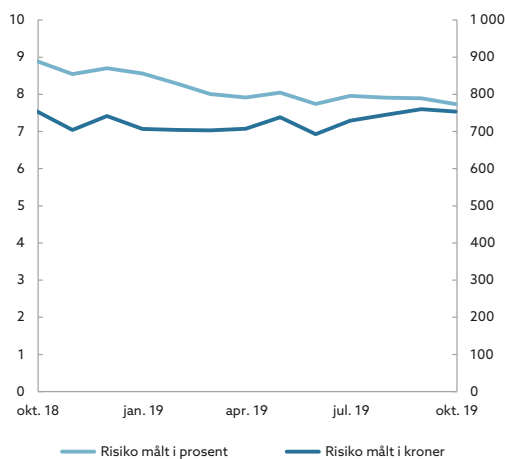
Hovudstyret i Noregs Bank har sett ei grense for forventa ekstremavviksrisiko mellom avkastninga på fondet og tilhøyrande referanseindeks. Forvaltninga skal leggjast opp slik at forventa negativ relativ avkastning i ekstreme situasjonar ikkje skal overstige 3,75 prosentpoeng. Ved utgangen av tredje kvartal var ekstremavviksrisikoen på 1,48 prosentpoeng.

Operasjonell risikostyring

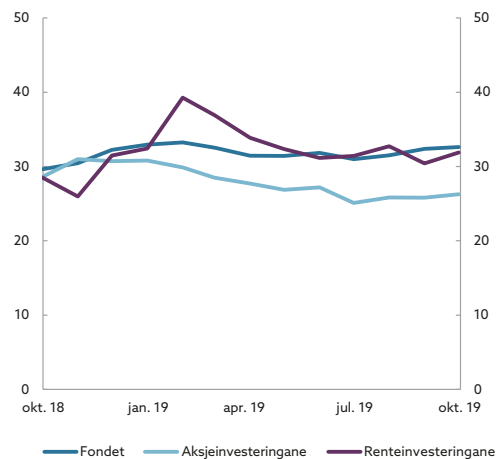
Hovudstyret i Noregs Bank fastset rammene for operasjonell risikostyring og internkontroll i Noregs Bank Investment Management. Hovudstyret har bestemt at det i løpet av ein tolv månaders periode skal vere mindre enn 20 prosent sannsyn for at operasjonelle risikofaktorar vil føre til ein finansiell effekt på 750 millionar kroner eller meir. Denne grensa markerer 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 er basert på hendingar som har skjedd og ei vurdering av framtidig

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



Figur 9 Forventa relativ volatilitet for fondet. Basispunkt



risiko og representerer fondet si berekna operasjonelle risikoeksponering. I tredje kvartal var den estimerte operasjonelle risikoeksponeringa innanfor styret sin risikotoleranse. I kvartalet vart det registrert 62 uønskte operasjonelle hendingar. Samla sett gav hendingane ein estimert finansiell effekt på 26,3 millionar kroner.

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

Ansvarleg forvaltning

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

Setje prinsipp

I løpet av kvartalet deltok vi i to offentlege høyringar knytte til ansvarleg forvaltning.

Som investor er det viktig at selskapa vi er investerte i, rapporterer oppdaterte data av høg kvalitet og at vi får tilgang til informasjon om selskapsstyring og berekraft. The European Corporate Reporting Lab vart oppretta av The European Financial Reporting Advisory Group for å stimulere til innovasjon knytt til selskapsrapportering og deling av god rapporteringspraksis. Vi har teke del i ein konsultasjon om dei framtidige prosjekta deira. Vi føreslo å fokusere på rapportering av menneskerettar i verdikjeda. Vi ser behov for å betre måltal for selskap si eksponering mot slik risiko. Vi støtta også forslaget om å sjå på koplinga mellom rapportering om berekraft og selskapsstyring og selskapa sine forretningsmodellar.

Vi sende også eit brev til Hong Kong-børsen som har føreslege å innføre obligatorisk rapportering knytt til berekraft og selskapsstyring. Vi støtta forslaget. I brevet vårt til børsen understrekar vi kor viktig det er for investorar at selskapa adresserer og rapporterer om materielle berekrafttema. Vi ønskjer velkomen fokuset på styret sitt ansvar og viser til forventingane våre til selskap om klimaendringar og antikorrupsjon.

Utøve eigarskap

Stemmegjeving er eit av dei viktigaste verkemidla vi har for å utøve eigarrettane våre. Vi stemte ved 1 332 generalforsamlingar i tredje kvartal. I løpet av kvartalet vurderte og stemte vi på 11 040 forslag.

Vi hadde 704 selskapsmøte i tredje kvartal. I halvparten av desse møta tok vi opp forhold knytte til selskapsstyring eller berekraft. Dei viktigaste forholda vi tok opp, gjaldt god styring av selskap, klimaendringar og andre miljøforhold, sosiale forhold, samansetjinga av styret og leiarløn.

Vi oppdaterte også forventingsdokumentet om antikorrupsjon med tydelegare forventingar om arbeidet selskapa gjer mot kvitvasking. Vi framhevar at selskap som er utsette for kvitvaskingsrisiko, bør ha interne retningslinjer og prosedyrar for å unngå kvitvasking.

Hovudtal

Tabell 10 Kvartalsvis avkastning. Målt i fondets valutakorg. Prosent

	3. kv 2019	2. kv. 2019	1. kv. 2019	4. kv. 2018	3. kv. 2018
Aksjeinvesteringar	1,27	2,99	12,22	-12,63	3,15
Unoterte eigedomsinvesteringar	1,56	0,80	1,72	1,08	1,89
Renteinvesteringar	2,36	3,07	2,87	1,28	-0,33
Avkastning på fondet	1,59	2,95	9,10	-8,26	2,05
Relativ avkastning på fondet (prosentpoeng)	0,01	-0,19	0,18	-0,07	-0,21
Forvaltningskostnader	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01
Avkastning på fondet etter forvaltningskostnader	1,58	2,94	9,08	-8,27	2,04

Tabell 11 Historiske nøkkeltal per 30. september 2019. Annualiserte tal målt i fondets valutakorg

	Sidan 01.01.1998	Siste 15 år	Siste 10 år	Siste 5 år	Siste 12 måneder
Avkastning på fondet (prosent)	5,92	6,42	7,63	6,49	4,68
Årleg prisvekst (prosent)	1,78	1,87	1,73	1,38	1,39
Årlege forvaltningskostnader (prosent)	0,08	0,08	0,07	0,06	0,05
Netto realavkastning på fondet (prosent)	3,99	4,39	5,72	4,98	3,20
Faktisk standardavvik for fondet (prosent)	7,44	8,10	7,17	7,08	11,17
Relativ avkastning på fondet (prosentpoeng) ¹	0,24	0,15	0,27	0,17	-0,10
Faktisk relativ volatilitet for fondet (prosentpoeng) ¹	0,67	0,77	0,38	0,33	0,35
Informasjonsrate (IR) ^{1,2} for fondet	0,38	0,24	0,71	0,49	-0,23

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

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

Tabell 12 Nøkkeltal. Milliardar kroner

	3. kv. 2019	2. kv. 2019	1. kv. 2019	4. kv. 2018	3. kv. 2018
Marknadsverdi					
Aksjeinvesteringar	6 729	6 348	6 186	5 477	5 732
Unoterte eigedomsinvesteringar	268	247	247	246	226
Renteinvesteringar	2 744	2 567	2 505	2 533	2 520
Marknadsverdien til fondet ¹	9 742	9 162	8 938	8 256	8 478
Påkomen, ikkje betalt, forvaltningsgodtgjersle ¹	-3	-2	-1	-5	-4
Eigars kapital ¹	9 739	9 160	8 937	8 251	8 474
Tilførsel/uttak av kapital ²	-5	6	8	29	12
Utbetalt forvaltningsgodtgjersle ²	0	0	-5	0	0
Avkastning av fondet	236	256	738	-655	174
Endring som følge av svingingar i kronekursen	349	-38	-60	405	-46
Endring i marknadsverdien	580	224	682	-222	140
Verdiutvikling f.o.m. første tilførsel i 1996					
Samla tilførsel av kapital ³	3 378	3 382	3 376	3 371	3 341
Avkastning av aksjeinvesteringar	3 546	3 383	3 203	2 545	3 234
Avkastning av unoterte eigedomsinvesteringar	80	76	73	69	66
Avkastning av renteinvesteringar	1 270	1 202	1 128	1 052	1 021
Samla forvaltningsgodtgjersle ⁴	-47	-46	-45	-44	-43
Endring som følge av svingingar i kronekursen	1 514	1 165	1 203	1 263	858
Marknadsverdien til fondet	9 742	9 162	8 938	8 256	8 478
Samla avkastning	4 897	4 660	4 404	3 666	4 321
Samla avkastning etter forvaltningskostnader	4 849	4 614	4 359	3 622	4 278

¹ Marknadsverdien til fondet er presentert i tabellen før påkomen forvaltningsgodtgjersle. Eigars kapital i rekneskapen er lik marknadsverdien til fondet fråtrekt påkomen, ikkje betalt, forvaltningsgodtgjersle.

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

³ Samla tilførsel av kapital er presentert i tabellen justert for påkomen, ikkje betalt, forvaltningsgodtgjersle.

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

Regnskaps- rapportering

REGNSKAP

Sammendrett delårsrapportering

Resultatregnskap _____	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	3. kvartal 2019	3. kvartal 2018	Hittil i år 30.09.2019	Hittil i år 30.09.2018	2018
Resultat fra porteføljen før gevinst/tap valuta						
Inntekt/kostnad fra:						
- Aksjer	4	163 582	175 591	1 008 382	173 155	-517 214
- Obligasjoner	4	69 242	-5 543	214 200	-15 627	14 568
- Unotert eiendom	6	4 355	4 063	11 217	12 860	16 421
- Finansielle derivater	4	-264	-269	543	1 269	2 819
- Utlån med sikkerhetsstillelse		843	1 183	2 955	3 995	4 733
- Innlån med sikkerhetsstillelse		-188	-219	-823	-1 068	-1 466
Skattekostnad		-1 145	-1 259	-5 466	-4 443	-5 050
Renteinntekt/kostnad		15	8	53	5	10
Annen inntekt/kostnad		-	-6	-	-8	-13
Porteføljeresultat før gevinst/tap valuta		236 439	173 548	1 231 061	170 138	-485 192
Gevinst/tap valuta	9	348 997	-45 768	251 113	-181 264	223 611
Porteføljeresultat		585 436	127 780	1 482 174	-11 126	-261 581
Forvaltningsgodtgjøring	10	-1 200	-1 059	-3 299	-3 567	-4 544
Resultat og totalresultat		584 237	126 721	1 478 875	-14 693	-266 126

Balanse

Beløp i millioner kroner	Note	30.09.2019	31.12.2018
Eiendeler			
Innskudd i banker		10 121	11 561
Utlån med sikkerhetsstillelse		145 845	216 768
Avgitt kontantsikkerhet		1 287	1 806
Uoppgjorte handler		39 785	13 767
Aksjer	5	6 177 958	5 048 647
Utlånte aksjer	5	552 513	437 651
Obligasjoner	5	2 470 305	1 996 929
Utlånte obligasjoner	5	319 015	662 920
Finansielle derivater	5	4 070	3 576
Unotert eiendom	6	267 111	243 818
Andre eiendeler		3 176	3 448
Sum eiendeler		9 991 186	8 640 892
Gjeld og eiers kapital			
Innlån med sikkerhetsstillelse		190 984	360 105
Mottatt kontantsikkerhet		6 940	5 017
Uoppgjorte handler		48 470	15 565
Finansielle derivater	5	2 694	4 222
Annen gjeld		224	37
Skyldig forvaltningsgodtgjøring	10	3 299	4 544
Sum gjeld		252 610	389 491
Eiers kapital		9 738 576	8 251 401
Sum gjeld og eiers kapital		9 991 186	8 640 892

Kontantstrømoppstilling

Beløp i millioner kroner, innbetaling (+) / utbetaling (-)	Note	Hittil i år 30.09.2019	Hittil i år 30.09.2018	2018
Operasjonelle aktiviteter				
Innbetaling av utbytte fra aksjer		139 651	120 176	146 082
Innbetaling av renter fra obligasjoner		51 672	52 842	70 360
Innbetaling av renter og utbytte fra unotert eiendom	6	3 711	3 721	5 822
Netto innbetaling av renter og honorar fra utlån og innlån med sikkerhetsstillelse		2 017	2 829	3 330
<i>Innbetalinger av utbytte, renter og honorar fra beholdninger i aksjer, obligasjoner og unotert eiendom</i>		197 052	179 568	225 594
Netto kontantstrøm ved kjøp og salg av aksjer		-221 817	-116 346	-345 478
Netto kontantstrøm ved kjøp og salg av obligasjoner		124 357	-51 014	36 052
Netto kontantstrøm til/fra investeringer i unotert eiendom	6	-8 377	-3 004	-8 638
Netto kontantstrøm finansielle derivater		219	9 460	11 494
Netto kontantstrøm kontantsikkerhet ved derivattransaksjoner		2 930	537	-1 685
Netto kontantstrøm utlån og innlån med sikkerhetsstillelse		-95 122	-19 088	59 834
Netto utbetaling av skatt		-6 292	-3 945	-4 343
Netto kontantstrøm knyttet til renter på innskudd i banker og kassekreditt		30	-7	-14
Netto kontantstrøm knyttet til annen inntekt/kostnad, andre eiendeler og annen gjeld		256	43	263
Utbetaling forvaltningsgodtgjøring til Norges Bank ¹	10	-4 544	-4 728	-4 728
Netto innbetaling/utbetaling fra operasjonelle aktiviteter		-11 310	-8 523	-31 650
Finansieringsaktiviteter				
Tilførsel fra den norske stat ²		16 380	14 055	42 320
Uttak fra den norske stat ²		-7 017	-9 799	-9 799
Netto innbetaling/utbetaling fra finansieringsaktiviteter		9 363	4 256	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		-1 947	-4 267	870
Netto gevinst/tap valuta på kontanter		507	-193	-336
Innskudd i banker per periodens slutt		10 121	6 567	11 561

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

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	-	-14 693	-14 693
Tilførsel i perioden ¹	14 300	-	14 300
Uttak i perioden ¹	-9 400	-	-9 400
30. september 2018	3 337 440	5 136 494	8 473 934
1. oktober 2018	3 337 440	5 136 494	8 473 934
Resultat og totalresultat	-	-251 433	-251 433
Tilførsel i perioden	28 900	-	28 900
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	-	1 478 875	1 478 875
Tilførsel i perioden ¹	15 500	-	15 500
Uttak i perioden ¹	-7 200	-	-7 200
30. september 2019	3 374 640	6 363 936	9 738 576

¹ I de tre første kvartalene av 2019 ble 15,5 milliarder kroner tilført kronekontoen, mens 11,7 milliarder kroner ble trukket fra den. Av dette ble 4,5 milliarder kroner benyttet til å betale skyldig forvaltningsgodtgjøring for 2018 og netto 7,2 milliarder kroner ble overført til investeringsporteføljen. I de tre første kvartalene av 2018 ble 14,3 milliarder kroner tilført kronekontoen, mens 14,1 milliarder kroner ble trukket fra den. Av dette ble 4,7 milliarder kroner benyttet til å betale skyldig forvaltningsgodtgjøring for 2017.

Norges Banks hovedstyre
Oslo, 23. oktober 2019



Øystein Olsen
leder av hovedstyret



Jon Nicolaisen
første nestleder for hovedstyret



Egil Matsen
andre nestleder for hovedstyret



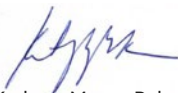
Kristine Ryssdal
styremedlem




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 tredje kvartal 2019, som kun omfatter regnskapsrapporteringen for SPU, ble godkjent av hovedstyret 23. oktober 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 tredje 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

	3. kvartal 2019	3. kvartal 2018	Hittil i år 30.09.2019	Hittil i år 30.09.2018	2018
Avkastning målt i fondets valutakurv (prosent)					
Aksjeinvesteringenes avkastning	1,27	3,15	17,04	3,58	-9,49
Renteinvesteringenes avkastning	2,36	-0,33	8,53	-0,72	0,56
Unotert eiendoms avkastning	1,56	1,89	4,14	6,38	7,53
Fondets avkastning	1,59	2,05	14,10	2,33	-6,12
Fondets relative avkastning (prosentpoeng)	0,01	-0,21	-0,02	-0,24	-0,30
Avkastning målt i norske kroner (prosent)					
Aksjeinvesteringenes avkastning	6,06	2,62	20,98	1,10	-6,56
Renteinvesteringenes avkastning	7,20	-0,83	12,18	-3,10	3,82
Unotert eiendoms avkastning	6,36	1,38	7,64	3,83	11,02
Fondets avkastning	6,39	1,53	17,94	-0,13	-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	3. kvartal 2019	3. kvartal 2018	Hittil i år 30.09.2019	Hittil i år 30.09.2018	2018
Utbytte	41 809	34 695	143 399	122 530	147 630
Realisert gevinst/tap	23 742	41 219	70 524	168 851	190 643
Urealisert gevinst/tap	98 031	99 677	794 459	-118 226	-855 488
Inntekt/kostnad fra aksjer før gevinst/tap valuta	163 582	175 591	1 008 382	173 155	-517 214

Tabell 4.2 Spesifikasjon Inntekt/kostnad fra obligasjoner

Beløp i millioner kroner	3. kvartal 2019	3. kvartal 2018	Hittil i år 30.09.2019	Hittil i år 30.09.2018	2018
Renter	17 522	17 516	50 374	51 177	69 505
Realisert gevinst/tap	19 522	-2 576	29 269	-8 287	-17 918
Urealisert gevinst/tap	32 198	-20 483	134 557	-58 517	-37 020
Inntekt/kostnad fra obligasjoner før gevinst/tap valuta	69 242	-5 543	214 200	-15 627	14 568

Tabell 4.3 Spesifikasjon av Inntekt/kostnad fra finansielle derivater

Beløp i millioner kroner	3. kvartal 2019	3. kvartal 2018	Hittil i år 30.09.2019	Hittil i år 30.09.2018	2018
Renter	1 023	185	1 250	497	541
Realisert gevinst/tap ¹	-284	46	281	1 091	2 187
Urealisert gevinst/tap	-1 003	-500	-989	-319	91
Inntekt/kostnad fra finansielle derivater før gevinst/tap valuta	-264	-269	543	1 269	2 819

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

Note 5 Beholdninger av aksjer, obligasjoner og finansielle derivater

Tabell 5.1 Aksjer

Beløp i millioner kroner	30.09.2019		31.12.2018	
	Virkelig verdi inkl. opptjent utbytte	Opptjent utbytte	Virkelig verdi inkl. opptjent utbytte	Opptjent utbytte
Aksjer	6 730 471	11 407	5 486 298	7 659
Sum aksjer	6 730 471		5 486 298	7 659
<i>Herav utlånte aksjer</i>	552 513		437 651	

Tabell 5.2 Obligasjoner

Beløp i millioner kroner	30.09.2019			31.12.2018		
	Nominell verdi	Virkelig verdi inkl. opptjente renter	Opp-tjente renter	Nominell verdi	Virkelig verdi inkl. opptjente renter	Opp-tjente renter
Statsobligasjoner	1 307 785	1 458 449	9 465	1 370 667	1 433 456	9 859
Statsrelaterte obligasjoner	326 589	350 817	1 922	325 968	336 579	1 917
Realrenteobligasjoner	146 097	157 662	335	135 717	139 396	398
Selskapsobligasjoner	628 310	665 464	5 284	616 264	609 314	6 031
Pantesikrede obligasjoner	160 843	156 929	839	138 121	141 105	938
Sum obligasjoner	2 569 624	2 789 320	17 846	2 586 737	2 659 849	19 144
<i>Herav utlånte obligasjoner</i>		319 015			662 920	

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	Pålydende verdi	30.09.2019		31.12.2018		
		Eiendel	Gjeld	Pålydende verdi ¹	Eiendel	Gjeld
Valutaderivater	191 066	3 701	1 725	225 766	3 022	3 863
Rentederivater	17 521	283	969	25 693	504	358
Aksjederivater ²	-	86	-	-	50	-
Børsnoterte futureskontrakter ³	23 062	-	-	35 861	-	-
Sum finansielle derivater	231 650	4 070	2 694	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	3. kvartal 2019	3. kvartal 2018	Hittil i år 30.09.2019	Hittil i år 30.09.2018	2018
Innbetaling av renter og utbytte fra unotert eiendom	1 734	765	3 711	3 721	5 822
Urealisert gevinst/tap	2 622	3 298	7 506	9 139	10 599
Inntekt/kostnad fra unotert eiendom før gevinst/tap valuta	4 355	4 063	11 217	12 860	16 421

Tabell 6.2 Balanseendringer unotert eiendom

Beløp i millioner kroner	30.09.2019	31.12.2018
Unotert eiendom per 1. januar	243 818	217 160
Netto kontantstrøm til/fra investeringer i unotert eiendom	8 377	8 638
Urealisert gevinst/tap	7 506	10 599
Gevinst/tap valuta	7 409	7 421
Unotert eiendom, utgående balanse for perioden	267 111	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 30.09.2019	Hittil i år 30.09.2018	2018
Renter og utbytte fra ordinær drift	3 653	2 957	4 440
Renter og utbytte fra salg	58	764	1 381
Innbetaling av renter og utbytte fra unotert eiendom	3 711	3 721	5 822
Utbetaling til nye eiendomsinvesteringer	-7 924	-6 292	-12 710
Innbetaling fra salg	212	3 300	4 717
Utbetaling til utvikling av bygninger	-1 130	-986	-1 562
Innbetaling fra ordinær drift	893	1 020	1 430
Netto inn-/utbetaling ekstern gjeld	-429	-45	-513
Netto kontantstrøm til/fra investeringer i unotert eiendom	-8 377	-3 004	-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	3. kvartal 2019	3. kvartal 2018	Hittil i år 30.09.2019	Hittil i år 30.09.2018	2018
Netto leieinntekter	2 873	2 402	7 909	6 895	9 312
Ekstern eiendomsforvaltning – faste honorarer	-136	-132	-425	-396	-506
Ekstern eiendomsforvaltning – variable honorarer	-3	-8	-6	-60	-88
Intern eiendomsforvaltning – faste honorarer ¹	-16	-9	-47	-28	-38
Forvaltningskostnader innenfor rammen fra Finansdepartementet ²	-15	-25	-47	-69	-88
Andre driftskostnader, utenfor rammen fra Finansdepartementet	-34	-23	-72	-78	-94
Rentekostnader ekstern gjeld	-129	-124	-389	-375	-506
Betalbar skatt	-48	-37	-129	-181	-256
<i>Netto inntekt fra ordinær drift</i>	<i>2 491</i>	<i>2 044</i>	<i>6 796</i>	<i>5 707</i>	<i>7 736</i>
Realisert gevinst/tap – bygninger	57	48	58	217	1 212
Urealisert gevinst/tap – bygninger	2 195	1 940	5 318	6 770	7 807
Urealisert gevinst/tap – gjeld	-162	133	-343	391	233
Urealisert gevinst/tap – andre eiendeler og forpliktelser	-141	-66	-522	-115	-176
<i>Realisert og urealisert gevinst/tap</i>	<i>1 948</i>	<i>2 055</i>	<i>4 511</i>	<i>7 263</i>	<i>9 077</i>
Dokumentavgift og tinglysningsgebyr	-40	-7	-41	-26	-147
Due diligence og forsikring	-44	-30	-48	-85	-244
<i>Transaksjonskostnader ved kjøp og salg</i>	<i>-84</i>	<i>-37</i>	<i>-90</i>	<i>-110</i>	<i>-391</i>
Netto inntekt underliggende eiendomsselskaper	4 355	4 063	11 217	12 860	16 421

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

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

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

Tabell 6.5 Eiendeler og forpliktelser underliggende eiendomsselskaper

Beløp i millioner kroner	30.09.2019	31.12.2018
Bygninger	280 852	262 364
Ekstern gjeld	-18 885	-18 361
Netto andre eiendeler og forpliktelser ¹	5 144	-185
Sum eiendeler og forpliktelser underliggende eiendomsselskaper	267 111	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 ³	Paris	100,0	EUR	613	4. kv. 2018	4. kv. 2019
Salg	An der Welle 3-7 and 2-10 ³	Frankfurt	50,0	EUR	310	2. kv. 2019	4. kv. 2019
Salg	27 Avenue du Général Leclerc ³	Boulogne-Billancourt	50,0	EUR	49	3. kv. 2019	4. kv. 2019

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

² Oppgitt pris er for SPUs andel.

³ Kjøp og salg gjennomført tidlig oktober 2019.

I andre kvartal 2019 inngikk Norges Bank avtaler om å kjøpe en eierandel på 48 prosent i to nye bygninger som skal oppføres i New York på 561 Greenwich Street og 92 Avenue of the Americas,

med forventet ferdigstillelse i henholdsvis andre kvartal 2022 og fjerde kvartal 2023. Bygningene vil bli kjøpt og endelig kjøpesum vil bli fastsatt ved ferdigstillelse.

Note 7 Måling til virkelig verdi

Virkelig verdi for majoriteten av eiendeler og gjeld er basert på 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

skjønnsmessige vurderinger, særlig når observerbare inndata ikke er tilgjengelig. For en oversikt over verdsettelsesmodeller og metoder, samt definisjoner og inndeling i de tre kategoriene i hierarkiet for virkelig verdi, se note 7 *Måling til virkelig verdi* i årsrapporten for 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	
	30.09.2019	31.12.2018	30.09.2019	31.12.2018	30.09.2019	31.12.2018	30.09.2019	31.12.2018
Aksjer	6 682 583	5 450 137	47 696	35 808	192	353	6 730 471	5 486 298
Statsobligasjoner	1 391 370	1 331 386	67 079	102 070	-	-	1 458 449	1 433 456
Statsrelaterte obligasjoner	292 210	284 545	58 170	51 609	437	425	350 817	336 579
Realrenteobligasjoner	148 995	131 271	8 667	8 125	-	-	157 662	139 396
Selskapsobligasjoner	620 155	519 829	45 290	89 457	19	28	665 464	609 314
Pantesikrede obligasjoner	134 270	126 377	22 658	14 728	-	-	156 929	141 105
Sum obligasjoner	2 587 000	2 393 408	201 864	265 989	456	453	2 789 320	2 659 849
Finansielle derivater (eiendeler)	15	20	4 052	3 544	3	12	4 070	3 576
Finansielle derivater (gjeld)	-	-	-2 694	-4 222	-	-	-2 694	-4 222
Sum finansielle derivater	15	20	1 358	-678	3	12	1 376	-646
Unotert eiendom	-	-	-	-	267 111	243 818	267 111	243 818
Annet (eiendeler)¹	-	-	200 214	247 351	-	-	200 214	247 351
Annet (gjeld)²	-	-	-246 618	-380 724	-	-	-246 618	-380 724
Totalt	9 269 598	7 843 565	204 514	167 746	267 762	244 636	9 741 875	8 255 945
Totalt (prosent)	95,2	95,0	2,1	2,0	2,7	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 tredje kvartal 2019 var 97,3 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 (99,29 prosent) verdsatt basert på offisielle sluttkurser fra børs og klassifisert som nivå 1. En mindre andel aksjer (0,71 prosent) er klassifisert som nivå 2. Dette er hovedsakelig

aksjer hvor handel nylig er suspendert, eller illikvide beholdninger som ikke handles daglig. For en ubetydelig andel av beholdningene 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 (92,75 prosent) har observerbare markedskurser i aktive markeder og er klassifisert som nivå 1. 7,24 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

Reklassifiseringer mellom nivå 1 og nivå 2

Andelen av aksjer klassifisert som nivå 1 er redusert marginalt med 0,05 prosentpoeng sammenlignet med årsslutt 2018.

Andelen av obligasjoner klassifisert som nivå 1 har økt med 2,76 prosentpoeng sammenlignet med årsslutt, og andelen klassifisert som nivå 2 er tilsvarende redusert. Reklassifiseringer fra nivå 2 til nivå 1 skyldes hovedsakelig økt likviditet for selskapsobligasjoner denominert i amerikanske dollar og statsobligasjoner i fremvoksende markeder.

I tillegg til reklassifisering mellom nivåer, er andelen av obligasjoner klassifisert som nivå 1 økt som følge av kjøp og verdiendringer. Samtidig er nivå 2 beholdninger redusert som følge av at en rekke statsobligasjoner klassifisert som nivå 2 ved årsslutt har forfalt i løpet av året.

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	30.09.2019
Aksjer	353	61	-128	-6	-87	39	-48	8	192
Obligasjoner	453	-	-	-43	27	-	-3	22	456
Finansielle derivater (eiendeler)	12	-	-	-	-8	-	-2	1	3
Unotert eiendom ¹	243 818	8 377	-	-	7 506	-	-	7 409	267 111
Totalt	244 636	8 438	-128	-49	7 438	39	-53	7 440	267 762

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 2,7 prosent ved utgangen av tredje kvartal, en nedgang fra 3,0 prosent ved årsslutt 2018. SPU-s samlede beholdninger i nivå 3 av verdsettelseshierarkiet utgjorde 267 762 millioner kroner ved utgangen av tredje kvartal, en økning på 23 126 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 marginalt redusert sammenlignet med årsslutt 2018. Reduksjonen av beholdningene skyldes hovedsakelig salg av verdipapirer som tidligere har vært suspendert fra handel og redusert verdi på gjenværende aksjer. For obligasjoner er den relative andelen klassifisert som nivå 3 uendret sammenlignet med årsslutt.

Sensitivitetsanalyse for nivå 3 beholdninger

Verdsettelse av nivå 3 beholdninger innebærer utøvelse av skjønn for å fastsette forutsetninger som markedsdeltakere vil benytte når observerbar markedsinformasjon ikke er

tilgjengelig. I sensitivitetsanalysen for nivå 3 beholdninger vises effekten av å benytte rimelige alternative forutsetninger i verdsettelsen av beholdningene.

Tabell 7.3 Ytterligere spesifisering av nivå 3 og sensitiviteter

Beløp i millioner kroner	Sensiviteter 30.09.2019			Sensiviteter 31.12.2018		
	Spesifisering nivå 3 per 30.09.2019	Ufordelaktige endringer	Fordelaktige endringer	Spesifisering av nivå 3 per 31.12.2018	Ufordelaktige endringer	Fordelaktige endringer
Aksjer	192	-63	63	353	-116	116
Statsrelaterte obligasjoner	437	-44	44	425	-43	43
Selskapsobligasjoner	19	-2	2	28	-3	3
Sum obligasjoner	456	-46	46	453	-45	45
Finansielle derivater (eiendeler)	3	-3	-	12	-1	1
Unotert eiendom	267 111	-16 881	19 028	243 818	-14 627	17 888
Totalt	267 762	-16 993	19 137	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 16 881 millioner kroner eller 6,3 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 19 028 millioner kroner eller 7,1 prosent (7,3 prosent ved årsslutt 2018).

Sensitivitet i absolutte tall for aksjer er noe lavere enn ved årsslutt 2018, i samsvar med beholdninger klassifisert som nivå 3. Sensitivitet for 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		
		30.09.2019	Marked	31.12.2018	30.09.2019	31.12.2018	30.09.2019	31.12.2018
Aksjer	Utviklet	88,9	Utviklet	89,0				
	USA	39,8	USA	38,4				
	Japan	8,6	Storbritannia	9,4				
	Storbritannia	8,6	Japan	8,8				
	Frankrike	5,1	Frankrike	5,1				
	Sveits	4,7	Tyskland	4,9				
	Sum andre	22,1	Sum andre	22,5				
	Fremvoksende	11,1	Fremvoksende	11,0				
	Kina	4,0	Kina	3,6				
	Taiwan	1,7	Taiwan	1,7				
	India	1,2	India	1,2				
	Brasil	1,0	Brasil	1,0				
	Sør-Afrika	0,6	Sør-Afrika	0,7				
	Sum andre	2,7	Sum andre	2,8				
Sum aksjer					69,08	66,34	6 729 381	5 477 159
Obligasjoner	Utviklet	92,3	Utviklet	91,8				
	Amerikanske dollar	46,0	Amerikanske dollar	44,6				
	Euro	25,7	Euro	26,1				
	Japanske yen	7,2	Japanske yen	7,7				
	Britiske pund	4,2	Britiske pund	4,2				
	Kanadiske dollar	3,6	Kanadiske dollar	3,3				
	Sum andre	5,7	Sum andre	5,9				
	Fremvoksende	7,7	Fremvoksende	8,2				
	Meksikanske peso	1,5	Meksikanske peso	1,7				
	Sørkoreanske won	1,1	Sørkoreanske won	1,3				
	Indonesiske rupiah	1,0	Indonesiske rupiah	1,1				
	Indiske rupi	0,7	Indiske rupi	0,7				
	Russiske rubler	0,7	Malaysiske ringgit	0,6				
	Sum andre	2,6	Sum andre	2,9				
Sum obligasjoner					28,17	30,68	2 744 035	2 532 774
Unotert eiendom	USA	47,5	USA	47,8				
	Storbritannia	20,9	Storbritannia	23,0				
	Frankrike	18,3	Frankrike	16,5				
	Tyskland	4,0	Sveits	3,7				
	Sveits	3,5	Tyskland	3,5				
	Sum andre	5,7	Sum andre	5,5				
Sum unotert eiendom					2,76	2,98	268 459	246 013

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

Ved utgangen av tredje kvartal var aksjeandelen i fondet 69,1 prosent, mot 66,3 prosent ved årsslutt 2018. Obligasjonsporteføljens andel av fondet var 28,2 prosent, mot 30,7 prosent ved årsslutt. Unotert eiendoms andel av fondet var 2,8 prosent, mot 3,0 prosent ved årsslutt.

Volatilitet

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

volatilitet. 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 er på 1,25 prosentpoeng.

Tabell 8.2 Porteføljrisiko, forventet volatilitet, prosent

	Forventet volatilitet, faktisk portefølje							
	30.09.2019	Min 2019	Maks 2019	Snitt 2019	31.12.2018	Min 2018	Maks 2018	Snitt 2018
Porteføljen	7,7	7,7	8,6	8,0	8,6	8,5	11,0	9,5
Aksjer	9,9	9,9	11,5	10,3	11,6	11,4	13,7	12,4
Obligasjoner	7,1	6,7	7,2	6,9	7,0	6,8	9,4	7,8
Unotert eiendom	9,1	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							
	30.09.2019	Min 2019	Maks 2019	Snitt 2019	31.12.2018	Min 2018	Maks 2018	Snitt 2018
Porteføljen	33	31	34	32	33	29	37	31

Risiko målt ved forventet volatilitet viser en forventet årlig verdisvingning i fondet på 7,7 prosent, eller om lag 750 milliarder kroner, ved utgangen av tredje kvartal 2019, mot 8,6 prosent ved årsslutt 2018. Aksjeinvesteringenes forventede volatilitet var på 9,9 prosent ved kvartalsslutt, ned fra 11,6 prosent ved årsslutt

2018, mens renteinvesteringenes forventede volatilitet var 7,1 prosent, mot 7,0 prosent ved årsslutt 2018. Nedgangen i fondets forventede volatilitet i 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 33 basispunkter ved utgangen av tredje kvartal, på samme nivå som ved årsslutt 2018.

Forventet ekstremavviksrisiko er et halerisikomål som måler forventet tap i ekstreme markeds-situasjoner. Ekstremavviksrisikomålet anvendt på relative avkastninger gir et estimat på den forventede årlige mindreakstningen mot referanseindeksen for et gitt konfidensnivå. Ved bruk av historiske simuleringer beregnes relative avkastninger på dagens portefølje mot referanseindeksen på ukentlig basis over perioden fra og med januar 2007 til utløpet av siste regnskapsperiode. Ekstremavviksrisikoen ved 97,5 prosent konfidensnivå er da gitt ved den annualiserte gjennomsnittlige relative avkastningen målt i valutakurven for de 2,5 prosent verste ukene.

Hovedstyret har fastsatt at fondet skal forvaltes slik at den årlige ekstremavviksrisikoen målt mot referanseindeksen ikke overstiger 3,75 prosentpoeng. Ved utgangen av tredje kvartal var ekstremavviksrisikoen 1,48 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, 30.09.2019	AAA	AA	A	BBB	Lavere vurdering	Totalt
Statsobligasjoner	764 573	216 104	324 716	117 489	35 567	1 458 449
Statsrelaterte obligasjoner	141 621	146 741	44 597	16 122	1 735	350 817
Realrenteobligasjoner	125 600	17 308	7 509	7 246	-	157 662
Selskapsobligasjoner	5 745	42 153	265 250	346 630	5 686	665 464
Pantesikrede obligasjoner	129 607	24 081	1 618	1 191	431	156 929
Sum obligasjoner	1 167 146	446 387	643 689	488 679	43 419	2 789 320

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 AA økte til 16,0 prosent ved slutten av tredje kvartal fra 15,1 prosent ved utgangen av 2018. Samtidig falt andelen av obligasjonsbeholdningen med kredittvurdering A til 23,1 prosent ved slutten av tredje kvartal fra 24,0 prosent ved årsslutt 2018, hovedsakelig som følge av en reduksjon i beholdning av japanske statsobligasjoner. Andelen av obligasjonsbeholdningen i kategorien *Lavere vurdering* ble redusert til 1,6 prosent av obligasjons-

beholdningen ved utgangen av tredje kvartal, fra 2,2 prosent ved årsslutt 2018. Dette skyldes i hovedsak en reduksjon i beholdningen av statsobligasjoner i fremvoksende markeder i denne kategorien. 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	
	30.09.2019	31.12.2018
Verdipapirutlån	71 829	67 110
Usikrede bankinnskudd ¹ og verdipapirer	19 197	23 619
Derivater inklusive valutakontrakter	19 936	22 529
Oppgjørssisiko på motpart og transaksjoner med lang oppgjørstid	13 057	4 437
Gjenkjøps- og gjensalgsvtaler ²	2 400	4 780
Totalt	126 418	122 475

¹ Beløpet inkluderer også bankinnskudd i ikke-konsoliderte datterselskaper.

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

Total motpartsrisikoeksponering økte til 126,4 milliarder kroner ved utgangen av tredje kvartal, fra 122,5 milliarder kroner ved utgangen av 2018. Økningen i risikoeksponering skyldes høyere risikoeksponering fra oppgjør av valutakontrakter samt fra verdipapirutlån. Gjennom verdipapirutlånsprogrammet lånes det ut både aksjer og obligasjoner. Risikoeksponeringen for

programmet økte til 71,8 milliarder kroner ved utgangen av tredje kvartal, fra 67,1 milliarder kroner ved årsslutt 2018, hovedsakelig som følge av økt utlån av aksjer. Motpartsrisikoeksponeringen fra utlånsaktiviteten utgjorde 57 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	3. kvartal 2019	3. kvartal 2018	Hittil i år 30.09.2019	Hittil i år 30.09.2018	2018
Gevinst/tap valuta - USD/NOK	193 379	-2 532	149 339	-8 957	163 983
Gevinst/tap valuta - EUR/NOK	31 738	-10 051	2 273	-56 209	14 654
Gevinst/tap valuta - JPY/NOK	40 710	-14 919	42 468	-7 424	50 721
Gevinst/tap valuta - GBP/NOK	18 891	-7 386	8 997	-22 809	-1 329
Gevinst/tap valuta - andre	64 279	-10 879	48 036	-85 865	-4 418
Gevinst/tap valuta	348 997	-45 768	251 113	-181 264	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 tilsvarende faktiske kostnader påløpt i Norges Bank, inkludert avkastningsavhengige honorarer til eksterne forvaltere, og belastes periodens resultat for SPU på linjen *Forvaltningsgodtgjøring*. Kostnader inkludert i forvaltningsgodtgjøringen er spesifisert i tabell 10.1.

Tabell 10.1 Forvaltningsgodtgjøring

Beløp i millioner kroner	3. kvartal 2019	3. kvartal 2018	Hittil i år		Hittil i år		2018	
			30.09.2019	Basis- punkter	30.09.2018	Basis- punkter	Basis- punkter	
Lønn, arbeidsgiveravgift og andre personalkostnader	354	349	1 023		954		1 262	
Kostnader til depot	113	94	314		282		385	
IT-tjenester, systemer, data og informasjon	157	177	500		472		651	
Analyse, konsulent og juridiske tjenester	72	44	216		180		282	
Øvrige kostnader	107	95	320		283		400	
Fordelte kostnader Norges Bank	46	43	138		130		167	
Faste honorarer til eksterne forvaltere	187	182	543		644		724	
Forvaltningsgodtgjøring eksklusive avkastningsavhengige honorarer	1 036	984	3 054	4,5	2 944	4,7	3 872	4,6
Avkastningsavhengige honorarer til eksterne forvaltere	163	75	244		623		673	
Forvaltningsgodtgjøring	1 200	1 059	3 299	4,9	3 567	5,7	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 porteføljerisikot 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	3. kvartal 2019	3. kvartal 2018	Hittil i år		Hittil i år		2018	
			30.09.2019	Basis- punkter	30.09.2018	Basis- punkter	Basis- punkter	Basis- punkter
Lønn, arbeidsgiveravgift og andre personalkostnader	7	7	21		19		25	
IT-tjenester, systemer, data og informasjon	4	11	15		31		41	
Analyse, konsulent og juridiske tjenester	8	8	23		24		30	
Øvrige kostnader	5	3	16		10		13	
Sum forvaltningskostnader datterselskaper eiendom	25	30	74	0,1	84	0,1	108	0,1
<i>Herav forvaltningskostnader ikke-konsoliderte datterselskaper</i>	15	25	47		69		88	
<i>Herav forvaltningskostnader konsoliderte datterselskaper</i>	9	5	27		14		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 i tillegg for avkastningsavhengige honorarer til eksterne forvaltere. Disse kostnadene er holdt utenfor den øvre rammen.

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

Hittil i år utgjør samlede forvaltningskostnader som måles mot den øvre kostnadsrammen 3 128 millioner kroner. Dette består av 3 054 millioner kroner i forvaltningskostnader i Norges Bank eksklusive avkastningsavhengige honorarer til eksterne forvaltere og 74 millioner kroner i forvaltningskostnader i datterselskaper. Dette tilsvarer 4,6 basispunkter av forvaltet kapital.

Samlede forvaltningskostnader, inklusive avkastningsavhengige honorarer til eksterne forvaltere, utgjør hittil i år 3 373 millioner kroner. Dette tilsvarer 5,0 basispunkter av forvaltet kapital.

Andre driftskostnader i datterselskaper

I tillegg til forvaltningskostnadene presentert i tabell 10.2, påløper det også andre driftskostnader i datterselskaper knyttet til løpende vedlikehold, drift og utvikling av bygninger og leieforhold. Disse kostnadene er ikke kostnader ved å investere i eiendom, men kostnader ved å drifte bygningene etter at de er kjøpt. Derfor er de ikke definert som forvaltningskostnader. Andre driftskostnader blir belastet portefølje-resultatet direkte og er ikke en del av forvaltningsgodtgjøringen. De inngår heller ikke i kostnadene som er oppad begrenset til den øvre kostnadsrammen.

Andre driftskostnader som påløper i ikke-konsoliderte datterselskaper presenteres i resultatregnskapet som *Inntekt/kostnad fra unotert eiendom*. Se tabell 6.4 i note 6 *Unotert eiendom* for ytterligere informasjon. Andre driftskostnader som påløper i konsoliderte datterselskaper presenteres i resultatregnskapet som *Annen inntekt/kostnad*.

Til Norges Banks representantskap

Uttalelse vedrørende forenklet revisorkontroll av delårsrapportering

Innledning

Vi har foretatt en forenklet revisorkontroll av regnskapsrapporteringen for investeringsporteføljen til Statens pensjonsfond utland. Datterselskaper av Norges Bank som utelukkende utgjør investeringer som ledd i forvaltningen av investeringsporteføljen inngår i regnskapsrapporteringen. Regnskapsrapporteringen består av balanse per 30. september 2019, resultatregnskap, oppstilling av endringer i eiers kapital og kontantstrømoppstilling for nımånedersperioden 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 avgı 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, 23. oktober 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