



NORGES BANK
INVESTMENT MANAGEMENT

1.KV. | 15

**STATENS
PENSJONSFOND
UTLAND**

KVARTALSRAPPORT

HOVEDPUNKTER

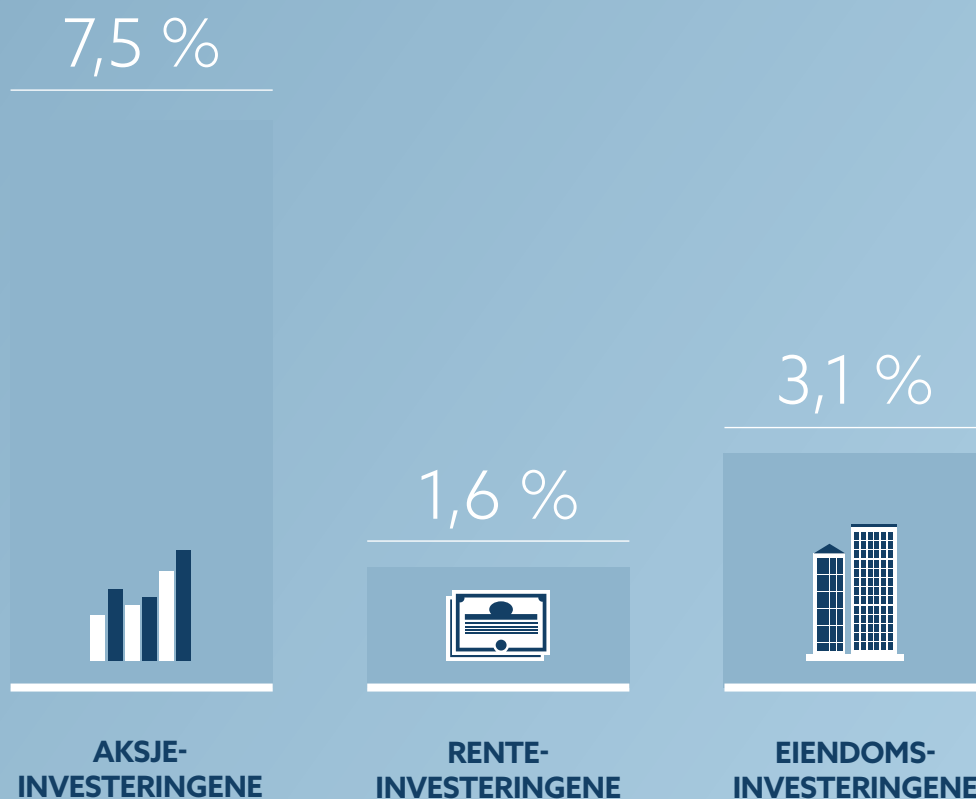
TALL OG FAKTA FOR 1. KVARTAL 2015

STATENS PENSJONSFOND UTLAND FIKK EN AVKASTNING PÅ **5,3** PROSENT, ELLER **401** MILLIARDER KRONER, I FØRSTE KVARTAL 2015.



5,3 %

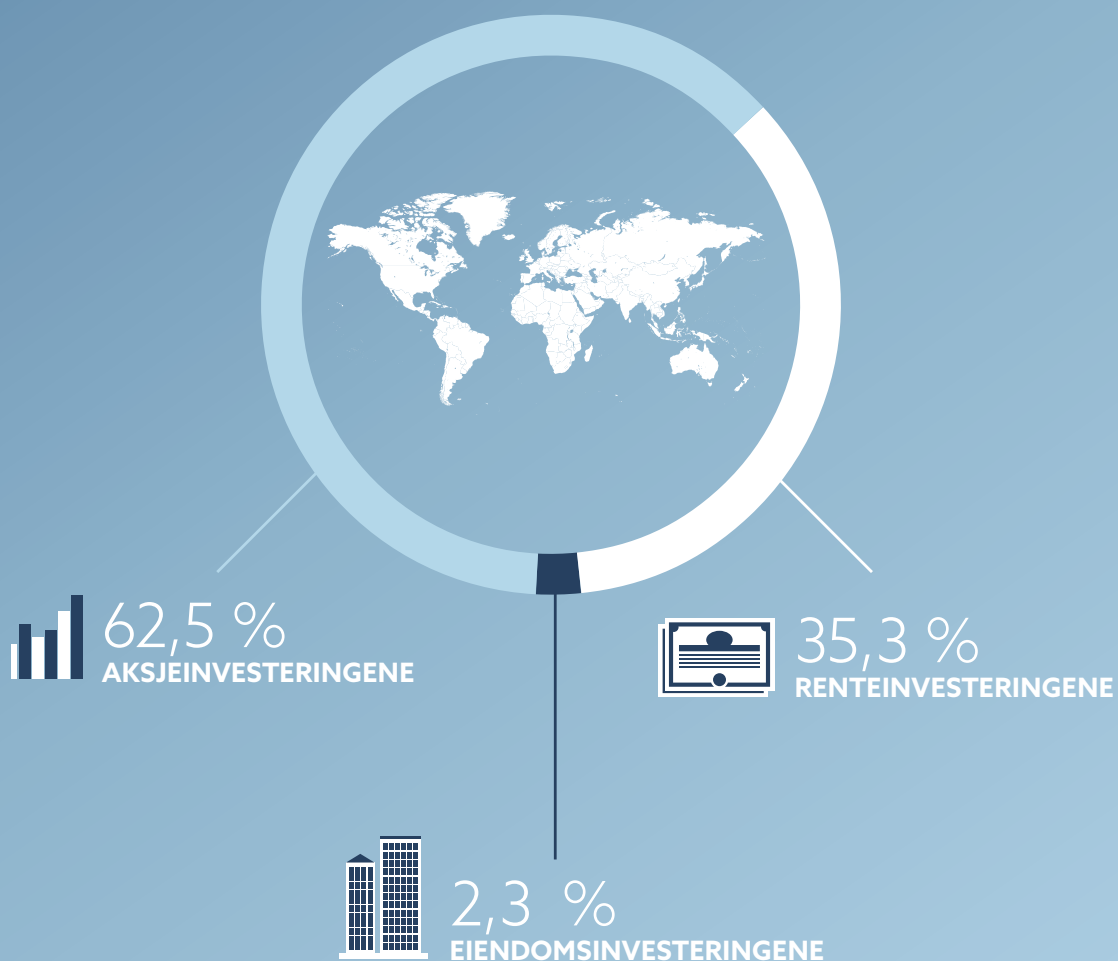
401 MRD. KR



AVKASTNINGEN PÅ FONDETS AKSJEINVESTERINGER VAR **7,5** PROSENT, MENS RENTEINVESTERINGENE FIKK EN AVKASTNING PÅ **1,6** PROSENT. INVESTERINGER I EIENDOM FIKK EN AVKASTNING PÅ **3,1** PROSENT.

AVKASTNINGEN PÅ AKSJE- OG RENTEINVESTERINGENE VAR **0,2** PROSENTPOENG HØYERE ENN AVKASTNINGEN PÅ REFERANSEINDEKSENE SOM FONDET MÅLES MOT.

VED UTGANGEN AV KVARTALET VAR FONDETS MARKEDS-
VERDI **7 012** MILLIARDER KRONER. FONDET VAR INVESTERT
MED **62,5** PROSENT I AKSJER, **35,3** PROSENT I RENTEPAPIRER
OG **2,3** PROSENT I EIENDOM.



INNHold

FORVALTNINGEN	Markedsutviklingen	4
	Aksjeinvesteringene	5
	Renteinvesteringene	7
	Eiendomsinvesteringene	10
	Ansvarlig forvaltning	11
	Risikostyring	13
NØKKELTALL		14
REGNSKAP	Regnskapsrapportering	16
	Noter til regnskapsrapportering	21
	Revisors uttalelse	35

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

WWW.NBIM.NO

FORVALTNINGEN

MARKEDSUTVIKLINGEN

Veksten i verdensøkonomien avtok mot slutten av 2014. De økonomiske nøkkeltallene for første kvartal 2015 var varierende. Blant annet svekket innkjøpssjefsindeksene seg noe for industri-sektoren sammenlignet med fjerde kvartal 2014, mens tilsvarende indekser for tjenestesektoren bedret seg. Det var også ulikheter innad i og mellom utviklede og fremvoksende markeder. For de store fremvoksende økonomiene nedjusterte analytikerne sine vekstanslag for 2015. Vekstanslagene i store utviklede økonomier ble samtidig oppjustert.

I USA overrasket de publiserte økonomiske nøkkeltallene i første kvartal negativt sammenlignet med analytikernes forventninger. Aktiviteten i byggsektoren og eksportsektoren avtok, men samtidig forbedret de fleste arbeidsmarkedsindikatorene seg ytterligere. Lønns- og prisveksten forble svak. Markedet tolket det dithen at den amerikanske sentralbanken signaliserte at renteøkningene skyves frem i tid. Dollaren styrket seg imidlertid mot flere valutaer.

Utsiktene til høyere rentenivåer i USA førte til at markedet fokuserte på fundamentale svakheter i enkelte fremvoksende markeder. I mars advarte Det internasjonale pengefondet (IMF) om risikoelementer i finansmarkedet og ustabile kapitalstrømmer. Lavere råvarepriser påvirket også enkelte fremvoksende markeder negativt. Analytikerne nedjusterte vekstanslagene for Russland og Brasil. I Kina svekket den økonomiske veksten seg ytterligere. Boligprisene fortsatte å falle, og inflasjonen holdt seg lav. I februar senket den kinesiske sentralbanken reservekravet til bankene og satte ned styringsrenten for andre gang på fire måneder.

I Japan og i eurosoneen viste de økonomiske nøkkeltallene en forbedring i første kvartal. Begge steder dro man nytte av en kombinasjon av lave energipriser, svak valuta og betydelige pengepolitiske lettelse. I lys av langvarig svak inflasjon innførte den europeiske sentralbanken kvantitative lettelse i form av statspapkjøp. På samme tid som kvantitative lettelse påvirket europeiske aktivpriser positivt, gikk utviklingen i Hellas i motsatt retning. Forhandlingene mellom den nye greske regjeringen og eurolandene om en ny krisepakke førte kun til en midlertidig enighet. Dette hadde likevel begrenset påvirkning på andre markeder.

En rekke sentralbanker i både utviklede og fremvoksende økonomier lettet på pengepolitikken i kvartalet. Mange rentekutt kom uventet, i kjølvannet av lave råvarepriser, vedvarende lave inflasjonsnivåer og betydelig valutapress. En rekke europeiske sentralbanker hadde negative renter i første kvartal. Ulikheter mellom den amerikanske sentralbankens og andre sentralbankers pengepolitikk bidro til å styrke dollaren ytterligere. Det var også større svingninger i finansmarkedene, spesielt i valutamarkedene.

Den sveitsiske sentralbanken avgjorde i januar at den sveitsiske francen ikke lenger skulle holdes fast mot euroen. Beslutningen kom overraskende på markedet og førte til en kraftig styrking av den sveitsiske francen. Volatiliteten i valutamarkedet økte også betydelig etter at nyheten ble kjent.

AKSJEINVESTERINGENE

Aksjeinvesteringene, som utgjorde 62,5 prosent av fondet ved utgangen av kvartalet, oppnådde en avkastning på 7,5 prosent. Det var bred oppgang i aksjemarkedene i kvartalet.

HØYEST AVKASTNING I JAPAN

I Asia og Oseania var fondets avkastning på 11,0 prosent i første kvartal. Totalt var 20,7 prosent av aksjeinvesteringene plassert her. Avkastningen for japanske aksjer var 14,5 prosent. Japanske aksjer utgjorde 8,6 prosent av aksjeinvesteringene. Avkastningen for kinesiske aksjer var 12,6 prosent i første kvartal. Kinesiske aksjer utgjorde 3,0 prosent av fondets aksjeinvesteringer og var det største markedet innen fremvoksende markeder.

Europeiske aksjer fikk en avkastning i kvartalet på 8,5 prosent. Totalt var 41,2 prosent av fondets aksjeinvesteringer plassert i europeiske selskaper. Tyskland utpekte seg med en avkastning på 13,2 prosent. 6,3 prosent av aksjeporteføljen var plassert her.

Nordamerikanske aksjer hadde en avkastning på 5,3 prosent i kvartalet og sto for 35,4 prosent av fondets aksjeinvesteringer. Avkastningen for aksjer notert i USA var 5,8 prosent. USA var fondets største enkeltmarked.

Aksjer i fremvoksende markeder hadde en avkastning på 5,9 prosent i kvartalet. Totalt var 9,5 prosent av fondets aksjeinvesteringer plassert i fremvoksende markeder.

HØYEST AVKASTNING INNEN HELSE

Helseselskaper hadde den sterkeste avkastningen i første kvartal med en oppgang på 12,8 prosent. Flere store oppkjøp ble annonsert i perioden og bidro til den høye avkastningen.

Konsumvareselskaper hadde en avkastning på 10,3 prosent. En medvirkende faktor til dette har vært fallende råvarepriser som ga forbrukerne mer penger å rutte med.

Selskaper i materialsektoren hadde en avkastning på 8,8 prosent. Det var spesielt kjemikalieselskapene som utmerket seg med sterk avkastning. Lavere råvarepriser bidro til dette.

Den svakeste avkastningen i kvartalet var innen kraft- og vannforsyning, der fondets avkastning var -1,5 prosent. Generelt lavere kraftpriser var hovedårsaken til den svake avkastningen.

ENKELTINVESTERINGENE

Investeringen i teknologiselskapet Apple bidro mest positivt til avkastningen i første kvartal, fulgt

Tabell 1 Avkastning på fondets aksjeinvesteringer i første kvartal 2015. Fordelt etter sektor. Prosent

Sektor	Avkastning i internasjonal valuta	Andel av aksjebeholdningen*
Finans	6,4	23,3
Industri	8,3	13,8
Konsumvarer	10,3	14,2
Konsumtjenester	8,9	10,7
Helse	12,8	10,1
Teknologi	6,6	8,5
Olje og gass	0,8	6,4
Materialer	8,8	5,8
Telekommunikasjon	7,1	3,3
Kraft- og vannforsyning	-1,5	3,4

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

Tabell 2 Fondets største aksjebeholdninger per 31. mars 2015. Millioner kroner

Selskap	Land	Beholdning
Nestlé SA	Sveits	51 585
Apple Inc	USA	43 977
Novartis AG	Sveits	42 152
Royal Dutch Shell plc	Storbritannia	32 340
Roche Holding AG	Sveits	31 317
BlackRock Inc	USA	29 766
Daimler AG	Tyskland	27 935
BASF SE	Tyskland	24 726
HSBC Holdings Plc	Storbritannia	23 860
Sanofi	Frankrike	22 769

AVKASTNING MÅLT I INTERNASJONAL VALUTA

Fondet investerer i internasjonale verdipapirer i utenlandsk valuta. Fondets avkastning måles primært i internasjonal valuta, det vil si en vektet sammensetning av valutaene i fondets referanseindekser for aksjer og obligasjoner. Denne sammensetningen betegnes som fondets valutakurv og besto av 34 valutaer ved utgangen av første kvartal 2015. Om ikke annet er oppgitt i teksten, er resultatmålingen gjort i fondets valutakurv.

av investeringen i helseselskapet Novartis og bilprodusenten Daimler. Enkeltelskapene som bidro mest negativt til avkastningen, var oljeselskapet Shell, teknologiselskapet Microsoft og Bank of America.

Vi deltok i totalt 25 børsnoteringer i første kvartal 2015. Den største børsnoteringen i markedet som fondet kjøpte aksjer i, var i det spanske flyplass-selskapet Aena. Deretter fulgte det kinesiske finansselskapet GF Securities og det sveitsiske telekommunikasjonsselskapet Sunrise Communications. Fondets største deltagelse i børsnoteringer var i Aena, Sunrise Communications og det tyske kabelselskapet Tele Columbus.

RELATIV AVKASTNING

Avkastningen på fondets aksje- og renteinvesteringer sammenlignes med avkastningen til globale referanseindekser for aksjer og obligasjoner. Fondets referanseindekser fastsettes av Finansdepartementet og tar utgangspunkt i indekser fra FTSE Group og Barclays. Vi har utformet interne

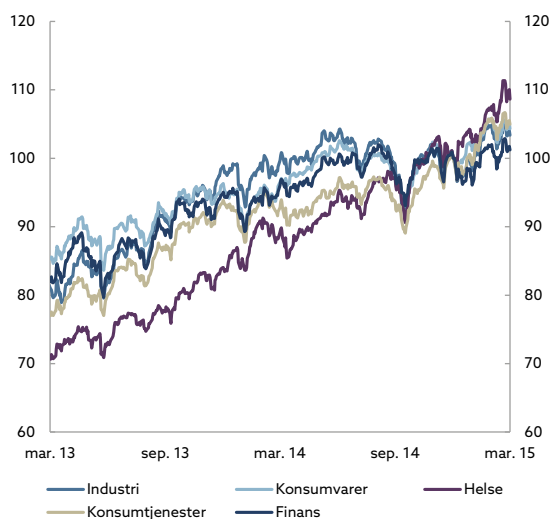
referanseporteføljer for aksjer og obligasjoner. Disse referanseporteføljene tar hensyn til fondets særtrekk og formål, og de skal over tid gi et bedre bytteforhold mellom forventet risiko og avkastning.

Avkastningen på fondets aksjeinvesteringer var i kvartalet 0,4 prosentpoeng høyere enn avkastningen til referanseindeksen for aksjer. Blant de ulike sektorene fondet investeres i, bidro investeringene i sektorene konsumvarer og industri mest positivt til den relative avkastningen. Blant de ulike landene fondet var investert i, bidro aksjer i Tyskland og Frankrike mest positivt til den relative avkastningen. Investeringene i USA og Japan bidro mest negativt til den relative avkastningen.

INTERN REFERANSEPORTEFØLJE

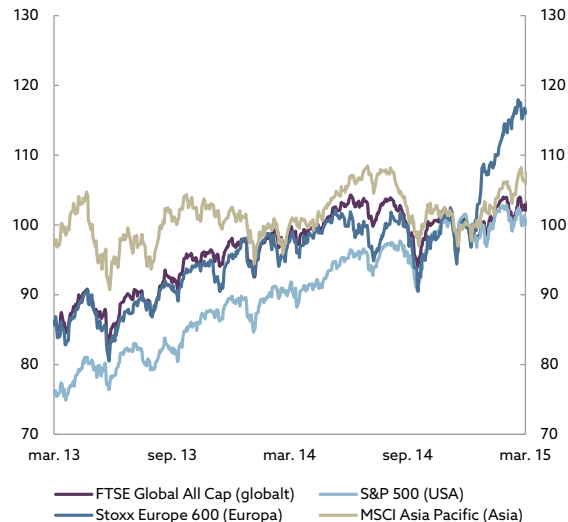
Den interne referanseporteføljen for aksjer fikk en avkastning på 7,3 prosent i første kvartal. Resultatet var 0,1 prosentpoeng høyere enn avkastningen til referanseindeksen fastsatt av Finansdepartementet.

Figur 1 Kursutviklingen i ulike aksjesektorer i FTSE Global All Cap-indeksen. Målt i amerikanske dollar. Indeksert 31.12.2014 = 100



Kilde: FTSE

Figur 2 Kursutviklingen i regionale aksjemarkeder. Målt i amerikanske dollar, med unntak av StoxxEurope 600, som er målt i euro. Indeksert 31.12.2014 = 100



Kilde: Bloomberg

RENTEINVESTERINGENE

Renteinvesteringene utgjorde 35,3 prosent av fondet ved utgangen av første kvartal og fikk en avkastning på 1,6 prosent. Investeringene besto hovedsakelig av obligasjoner, i tillegg til kort-siktige rentepapirer og bankinnskudd.

POSITIV AVKASTNING FOR STATSOBLIGASJONER

Statsobligasjoner fikk en avkastning på 2,0 prosent og utgjorde 54,9 prosent av fondets renteinvesteringer ved utgangen av kvartalet.

Amerikanske dollar styrket seg, og amerikanske statsobligasjoner fikk en avkastning på 6,0 prosent. I lokal valuta var avkastningen 2,1 prosent. Disse sto for 16,4 prosent av renteinvesteringene og var fondets største beholdning av statsgjeld fra en enkeltutsteder.

Euro-denominerte statsobligasjoner, som utgjorde 11,2 prosent av renteinvesteringene, fikk en avkastning på -4,1 prosent. Euroen svekket seg betydelig gjennom kvartalet, og rentene falt. I lokal valuta var avkastningen 4,1 prosent.

Japanske statsobligasjoner, som utgjorde 8,0 prosent av renteinvesteringene, hadde en avkastning på 3,4 prosent. I lokal valuta var avkastningen -0,4 prosent.

STERKEST UTVIKLING FOR SELSKAPSOBLIGASJONER

Selskapsobligasjoner utviklet seg sterkest av fondets renteinvesteringer i første kvartal. Selskapsobligasjoner fikk en avkastning på 4,0 prosent og utgjorde 20,6 prosent av fondets renteinvesteringer ved utgangen av kvartalet. De pantesikrede obligasjonene, som hovedsakelig

Tabell 3 Avkastningen på fondets renteinvesteringer i første kvartal 2015. Fordelt etter sektor. Prosent

Sektor	Avkastning i internasjonal valuta	Andel av renteinvesteringene
Statsobligasjoner*	2,0	54,9
Statsrelaterte obligasjoner*	-0,7	14,0
Realrenteobligasjoner*	0,6	4,0
Selskapsobligasjoner	4,0	20,6
Pantesikrede obligasjoner	-2,3	7,1

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

Tabell 4 Fondets største obligasjonsbeholdninger per 31. mars 2015. Millioner kroner

Utsteder	Land	Beholdning
Amerikanske stat	USA	465 557
Japanske stat	Japan	200 198
Tyske stat	Tyskland	92 252
Britiske stat	Storbritannia	86 452
Meksikanske stat	Mexico	52 205
Spanske stat	Spania	46 027
Koreanske stat	Sør Korea	45 985
Italienske stat	Italia	42 247
Franske stat	Frankrike	39 760
Brasilianske stat	Brasil	36 763

Tabell 5 Fondets obligasjoner per 31. mars 2015 fordelt etter kredittvurdering. Prosent av beholdningen

	AAA	AA	A	BBB	Lavere vurdering	Totalt
Statsobligasjoner	24,6	9,2	12,1	8,6	0,1	54,5
Statsrelaterte obligasjoner	5,4	6,0	1,0	1,3	0,2	13,9
Realrenteobligasjoner	2,6	0,3	0,1	0,9	-	4,0
Selskapsobligasjoner	0,1	1,6	9,4	8,9	0,5	20,5
Pantesikrede obligasjoner	5,5	0,5	0,5	0,5	0,0	7,1
Sum obligasjoner	38,2	17,6	23,1	20,2	0,9	100,0

besto av obligasjoner med fortrinnsrett denominert i euro, fikk en avkastning på -2,3 prosent. Pantesikrede obligasjoner utgjorde 7,1 prosent av fondets renteinvesteringer. Realrenteobligasjoner fikk en avkastning på 0,6 prosent og utgjorde 4,0 prosent av fondets renteinvesteringer.

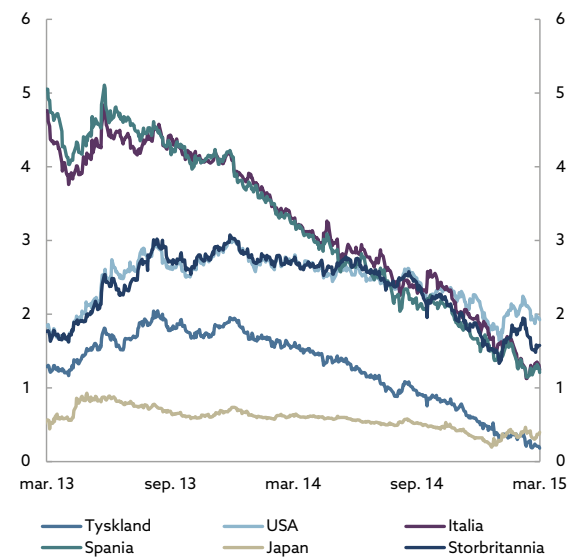
Fondet er også investert i obligasjoner fra statsrelaterte institusjoner som European Investment Bank, Kreditanstalt für Wiederaufbau og Canada Housing Trust. Statsrelaterte obligasjoner hadde en avkastning på -0,7 prosent og utgjorde 14,0 prosent av renteinvesteringene.

ENDRINGER I BEHOLDNINGEN AV RENTEPAPIRER

Markedsverdien av investeringene i rentepapirer i fremvoksende lands valutaer økte noe sammenlignet med forrige kvartal. Fremvoksende markeder utgjorde 12,9 prosent av investeringene i slutten av første kvartal, mot 12,8 prosent ved inngangen til kvartalet. Investeringer i dollar, euro, pund og yen utgjorde 78,6 prosent av renteinvesteringene, mot 78,7 prosent ved utgangen av året.

Fondet økte i første kvartal markedsverdien mest i statsobligasjoner utstedt av USA, Frankrike og Japan. Fondets største markedsverdireduksjon var av statsobligasjoner utstedt av Nederland, Italia og Brasil.

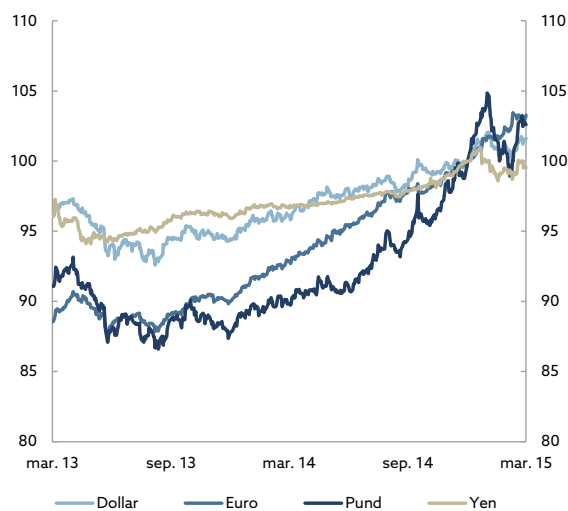
Figur 4 Utviklingen i rentene på tiårige statsobligasjoner. Prosent



Kilde: Bloomberg

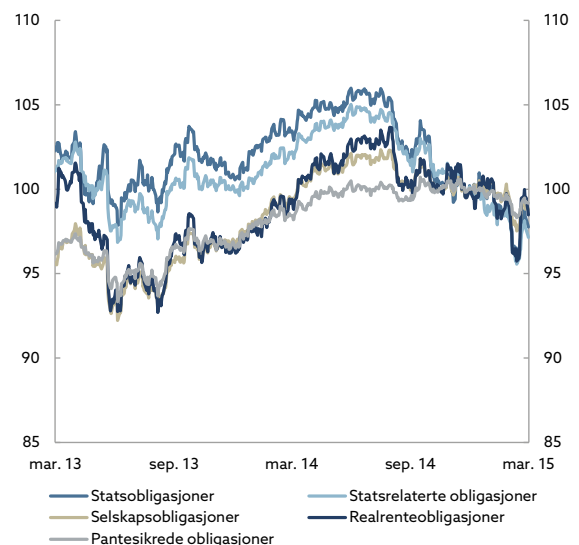
Fondets tre største deltagelser i enkeltutstedelser av nye obligasjoner utenom statspapirer var i obligasjoner utstedt av Salmon River Export, JPMorgan Chase & Co. og Deposit Insurance Corporation of Japan.

Figur 3 Kursutviklingen for obligasjoner som er utstedt i ulike valutaer. Målt i lokal valuta. Indeksert 31.12.2014 = 100



Kilde: Barclays

Figur 5 Kursutviklingen for ulike obligasjoner. Målt i amerikanske dollar. Indeksert 31.12.2014 = 100



Kilde: Barclays

RELATIV AVKASTNING

Avkastningen på fondets aksje- og renteinvesteringer sammenlignes med avkastningen til globale referanseindekser for aksjer og obligasjoner. Fondets referanseindekser fastsettes av Finansdepartementet og tar utgangspunkt i indekser fra FTSE Group og Barclays. Vi har utformet interne referanseporteføljer for aksjer og obligasjoner. Disse referanseporteføljene tar hensyn til fondets særtrekk og formål, og de skal over tid gi et bedre nytteforhold mellom forventet risiko og avkastning.

Avkastningen på fondets renteinvesteringer var i kvartalet 0,1 prosentpoeng lavere enn avkastningen til referanseindeksen for renter. Innenfor de utviklede markedene falt det generelle rentenivået i første kvartal. Det at fondets renteinvesteringer hadde en kortere varighet sammenlignet med referanseindeksen bidro negativt. Dette førte til at fondet generelt var mindre følsomt for fallende renter enn referanseindeksen. Fondets renteinvesteringer hadde i første kvartal en høyere vekt i fremvoksende markeder enn fondets referanseindeks. Brasilianske statsobligasjoner er blant fondets største investeringer innenfor de fremvoksende markedene. Avkastningen for investeringene i Brasil var svak som følge av stigende renter og svekket valutakurs.

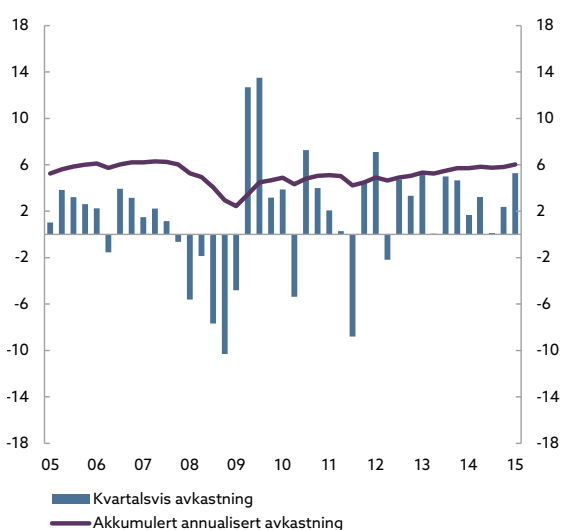
INTERN REFERANSEPORTEFØLJE

Den interne referanseporteføljen for renter fikk en avkastning på 1,6 prosent i første kvartal. Resultatet var 0,2 prosentpoeng lavere enn referanseindeksen fastsatt av Finansdepartementet.

Tabell 6 Bidrag fra forvaltningsområdene til aksje- og renteforvaltningens relative avkastning i første kvartal 2015. Prosentpoeng

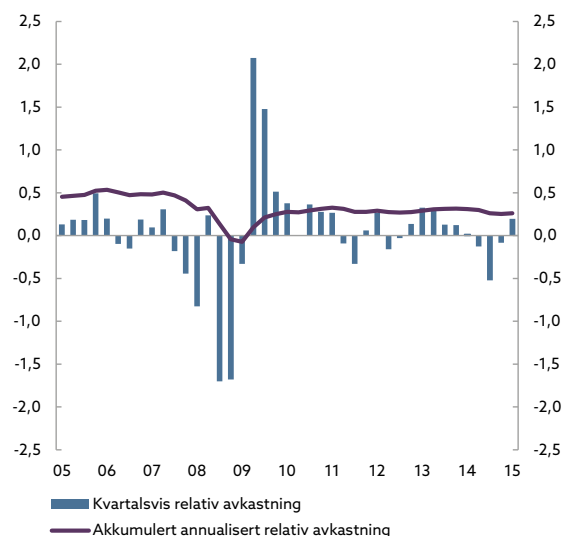
	Totalt	Herav eksternt forvaltning
Aksjeforvaltning	0,25	-0,03
Renteforvaltning	-0,06	0,00
Totalt	0,19	-0,03

Figur 6 Fondets kvartalsvise avkastning og akkumulerte annualiserte avkastning. Prosent



Kilde: Norges Bank Investment Management

Figur 7 Kvartalsvis relativ avkastning og akkumulert annualisert relativ avkastning på fondet, eksklusive eiendom. Prosentpoeng



Kilde: Norges Bank Investment Management

EIENDOMSINVESTERINGENE

Fondets investeringer i eiendom utgjorde 2,3 prosent av fondet ved utgangen av første kvartal. Eiendomsinvesteringene fikk i første kvartal en samlet avkastning på 3,1 prosent. Investeringene i unotert eiendom fikk en avkastning på 1,6 prosent, mens investeringene i notert eiendom fikk en avkastning på 8,1 prosent.

Avkastningen på fondets unoterte eiendomsinvesteringer påvirkes av leieinntekter fratrukket driftskostnader, verdiendringer i eiendom og gjeld, endringer i valutakurser og transaksjonskostnader for kjøp av eiendom. Løpende leieinntekter fratrukket driftskostnader bidro positivt til resultatet med 1,0 prosentpoeng målt i lokal valuta. Verdiendring på eiendom og gjeld bidro positivt til resultatet med 1,6 prosentpoeng målt i lokal valuta. Valutasvingninger hadde en negativ påvirkning på avkastningen med -1,0 prosentpoeng i første kvartal. Transaksjonskostnader for kjøp av eiendom hadde ingen vesentlig effekt på resultatet.

Over tid skal andelen som er investert i eiendom, økes til inntil 5 prosent av fondets verdi. Målet vårt er å bygge en global, men konsentrert eiendomsportefølje. Vi sikter mot å øke eiendomsinvesteringene med 1 prosent av fondet hvert år de neste årene.

NYE EIENDOMSINVESTERINGER I KVARTALET

Det ble i første kvartal gjennomført nye eiendomskjøp i både USA og Europa. I januar gjorde fondet en ny investering i London og betalte 190,6 millioner pund for 100 prosent av

bygget Queensberry House i 3-9 Old Burlington Street. I februar betalte fondet 401,9 millioner dollar for en andel på 45 prosent av en eiendom på 11 Times Square i New York, i samarbeid med Prudential Real Estate Investors og SJP Properties. I mars betalte fondet 60,8 millioner dollar for en andel på 49,9 prosent av et kontorbygg i 25 Massachusetts Avenue NW i Washington D.C. i samarbeid med TIAA-CREF.

Tabell 7 Avkastningen på fondets eiendomsinvesteringer. Avkastningskomponenter på unoterte eiendomsinvesteringer. Prosent

	Avkastning
Netto resultat fra løpende leieinntekter	1,0
Netto verdiendringer på eiendom og gjeld	1,6
Transaksjonskostnader for kjøp av eiendom	-0,0
Resultat av valutajusteringer	-1,0
Unoterte eiendomsinvesteringer	1,6
Børsnotert eiendom	8,1
Total avkastning	3,1

Tabell 8 Verdien av eiendomsinvesteringene per 31. mars 2015. Millioner kroner

	Verdi
Investeringer i unotert eiendom	117 923
Investeringer i notert eiendom	38 936
Bankinnskudd og andre fordringer	1 250
Total verdi	158 109

ANSVARLIG FORVALTNING

Ansvarlig forvaltningsvirksomhet er en viktig og integrert del av forvaltningsoppdraget vårt. Gjennom vår ansvarlige forvaltningsvirksomhet jobber vi med standardsetting, eierskap og risikohåndtering.

I første kvartal fortsatte vi arbeidet med standardsetting og forventninger til selskaper vi er investert i. Vi inviterte selskaper, standardsettere, akademikere og frivillige organisasjoner til å bidra til utvikling av et nytt forventningsdokument knyttet til selskapers håndtering av risiko rundt klimaendringer. Dette ble offentliggjort i løpet av kvartalet. Det nye forventningsdokumentet for håndtering av klimarisiko er i større grad rettet mot selskapenes investeringer, risikostyring, rapportering og åpenhet om blant annet interaksjon med myndigheter. Dokumentet stiller forventninger til samtlige selskaper som vi er investert i, men er særskilt rettet mot selskaper som er involvert i aktiviteter med store utslipp.

I kvartalet publiserte vi vårt første posisjonsnotat innenfor ansvarlig forvaltning. Her fremmer vi vårt syn på aksjonærs rett til å foreslå styrekandidater i amerikanske selskaper. Dette vil danne grunnlaget for vår stemmegivning i en rekke amerikanske selskaper.

Videre sendte vi høringsuttalelser til Financial Service Agency i Japan om utvikling av japanske selskapers selskapsstruktur og ledelse. Vi sendte også en høringsuttalelse til The European Securities and Market Authority (ESMA) om regulering og implementering av tekniske standarder i europeiske finansmarkeder. I tillegg sendte vi en høringsuttalelse til World Resources Initiative om beregning og rapportering av mulige drivhusgasser fra reserver med fossile brensler.

EIERSKAP

Norges Bank Investment Management stemte ved 1 652 generalforsamlinger i kvartalet. I løpet av første kvartal vurderte og stemte vi blant annet på 10 aksjonærforslag om miljørelaterte og sosiale spørsmål, med utgangspunkt i våre prinsipper for langsiktig eierskapsutøvelse. Stemmegiving er vår viktigste formelle rett som aksjonær til å påvirke beslutninger i selskapene der vi har eierandeler.

Vi er opptatt av ansvarliggjøring av et selskaps styre og fokuserte i kvartalet på aksjonærs rett til å nominere styrekandidater i amerikanske selskaper. Vi har hatt dialog med amerikanske selskaper for å oppfordre dem til å innføre denne retten i selskapenes vedtekter. For å støtte opp om dette publiserte vi et posisjonsnotat. Vi ser at flere amerikanske selskaper har innført denne retten i løpet av kvartalet. I Europa har vi prioritert vårt arbeid knyttet til likebehandling av aksjonærer. I Frankrike har vi vært i kontakt med flere selskaper om en regulering som dobler stemmeretten for langsiktige aksjonærer. Samtlige selskaper har gitt aksjonærene mulighet til å stemme over dette forslaget i forbindelse med generalforsamlinger som finner sted i andre kvartal.

I første kvartal skrev vi brev til styrene i en rekke store elektrisitetselskaper for å få vite mer om deres strategi for overgangen til et mindre utslippsintensivt energisystem. Som en langsiktig aksjonær ønsker vi å kartlegge selskapenes intensjoner. I tillegg skrev vi brev til enkelte av de store gruve-selskapene og ba om deres vurderinger av en mulig industritrend der kullutvinning skilles ut fra gruvekonglomeratenes virksomhet.

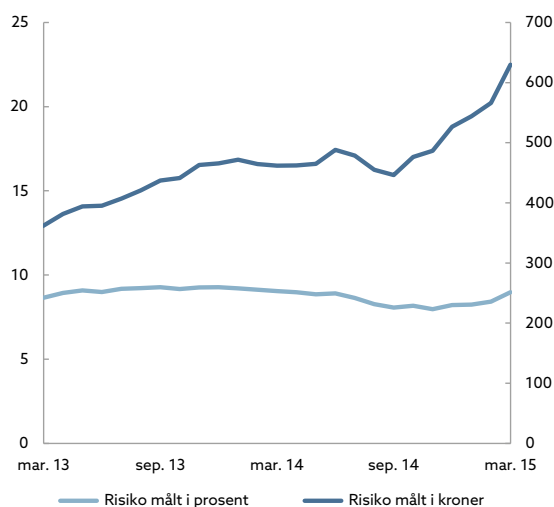
RISIKOHÅNTERING

I første kvartal fortsatte vi arbeidet med å overvåke risiko på lands-, sektor- og selskapsnivå. Vi vurderte blant annet risiko knyttet til arbeidstakerrelaterte problemstillinger i forbindelse med at vi gikk inn i Bangladesh, vi videreførte analyser av gruveindustrien og vi gjorde en rekke analyser av enkeltelskaper. Vi har også fortsatt arbeidet med å samle inn og systematisere data som

bidrar til å gi mer oversikt over mulige miljø- og samfunnsmessige problemstillinger.

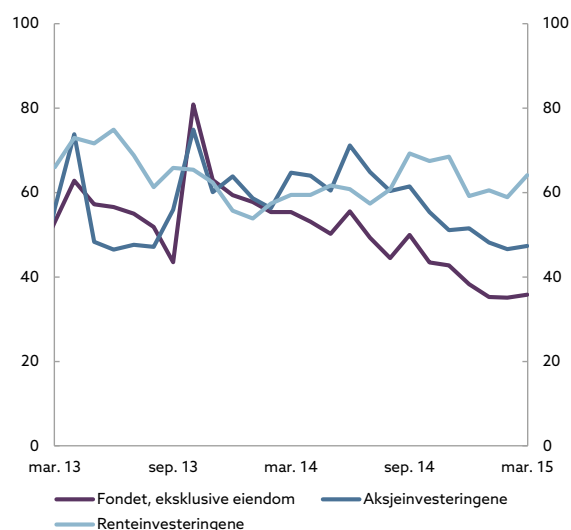
I første kvartal arrangerte vi et NBIM Talk-seminar der vi presenterte investeringer i miljørelaterte teknologier og selskaper. Gjennomgangen var i hovedsak rettet mot investeringsstrategier og muligheter som finnes i overgangen til lavere utslipp.

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



Kilde: Norges Bank Investment Management

Figur 9 Forventet relativ volatilitet for fondet, eksklusive eiendom. Basispunkter



Kilde: Norges Bank Investment Management

Tabell 9 Risiko og eksponering for fondet. Prosent

	Grenser fastsatt av Finansdepartementet	31.03.2015
Eksponering	Aksjer 50–70% av fondet*	62,2
	Eiendom 0–5% av fondet	2,3
Markedsrisiko	1 prosentpoeng forventet relativ volatilitet for fondets aksje- og renteinvesteringer	0,4
Kredittrisiko	Inntil 5% av renteinvesteringene kan ha lavere kredittvurdering enn kategori BBB-	0,9
Høyeste eierandel	Maksimalt 10% av stemmeberettigede aksjer i et børsnotert selskap i aksjeporteføljen	9,6

* Eksponering mot aksjer er beregnet der derivater er avbildet med den underliggende økonomiske eksponeringen mot aksjer.

RISIKOSTYRING

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

Forventet absolutt volatilitet for fondet, beregnet ved det statistiske målet standardavvik, bruker tre års prishistorikk for å anslå hvor mye den årlige avkastningen på fondets aksje- og renteinvesteringer normalt kan forventes å svinge. Ved utgangen av første kvartal var fondets forventede absolutte volatilitet på 9,0 prosent, eller om lag 630 milliarder kroner, mot 8,2 prosent ved inngangen til kvartalet.

Finansdepartementet og Norges Banks hovedstyre har fastsatt grenser for hvor store avvik fra referanseindeksene fondet kan ha i forvaltningen av aksje- og renteinvesteringene. En av grensene er forventet relativ volatilitet, som legger en begrensning på hvor mye avkastningen på investeringene kan forventes å avvike fra avkastningen på fondets referanseindekser. Forvaltningen skal legges opp med sikte på at den forventede relative volatiliteten ikke skal overstige 1,0 prosentpoeng. Ved utgangen av kvartalet var den på 0,4 prosentpoeng, som var på linje med tilsvarende tall ved utgangen av året.

OPERASJONELL RISIKOSTYRING

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

Vi anslår hvert kvartal hvor store tap eller gevinster vi vil kunne få på ett års sikt som følge av uønskede operasjonelle hendelser i og rundt forvaltningen. Anslaget baseres på hendelser som har inntruffet, og vurdering av fremtidig risiko. Anslaget representerer fondets beregnede operasjonelle risikoeksponering. I første kvartal var den estimerte operasjonelle risikoeksponeringen innenfor styrets risikotoleranse.

I første kvartal ble det registrert 82 uønskede operasjonelle hendelser. Samlet sett ga hendelsene en finansiell effekt på 11,5 millioner kroner.

Finansdepartementet har satt regler for fondets forvaltning. Det ble ikke avdekket noen vesentlige brudd på disse reglene i løpet av kvartalet. Vi mottok i samme periode heller ikke noe varsel om vesentlige brudd på markedsreguleringer eller annen generell lovgivning fra lokale tilsynsmyndigheter.

NØKKELTALL

Tabell 10 Kvartalsvis avkastning per 31. mars 2015

	1. kv. 2015	4. kv. 2014	3. kv. 2014	2. kv. 2014	1. kv. 2014
Avkastning målt i fondets valutakurv					
Aksjeinvesteringenes avkastning (prosent)	7,53	2,74	-0,49	4,01	1,47
Renteinvesteringenes avkastning (prosent)	1,63	1,68	0,95	2,04	2,05
Eiendomsinvesteringenes avkastning (prosent)	3,10	3,53	1,48	3,04	1,99
Fondets avkastning (prosent)	5,28	2,37	0,07	3,25	1,70
Avkastning målt i norske kroner (prosent)					
Aksje- og renteinvesteringenes avkastning (prosent)	5,33	2,35	0,06	3,26	1,70
Avkastningen på referanseindeksene for aksjer og obligasjoner (prosent)	5,13	2,43	0,58	3,38	1,68
Aksje- og renteinvesteringenes relative avkastning (prosentpoeng)	0,19	-0,08	-0,52	-0,13	0,01
Aksjeinvesteringenes relative avkastning (prosentpoeng)	0,39	0,09	-0,76	-0,17	0,07
Renteinvesteringenes relative avkastning (prosentpoeng)	-0,14	-0,39	-0,14	-0,07	-0,07
Forvaltningsgodtgjøring (prosentpoeng)	0,01	0,01	0,01	0,01	0,02
Fondets avkastning etter forvaltningskostnader (prosent)	5,26	2,36	0,06	3,24	1,68
Avkastning målt i norske kroner (prosent)					
Aksjeinvesteringenes avkastning	11,29	16,14	-0,20	7,09	0,39
Renteinvesteringenes avkastning	5,17	14,94	1,24	5,06	0,96
Eiendomsinvesteringenes avkastning	6,70	17,04	1,78	6,09	0,90
Fondets avkastning	8,95	15,72	0,36	6,31	0,61

Tabell 11 Historiske nøkkeltall per 31.mars 2015. Annualiserte tall målt i fondets valutakurv

	Siden 01.01.1998	Siste 10 år	Siste 5 år	Siste 3 år	Siste 12 måneder
Fondets avkastning (prosent)					
Aksje- og renteinvesteringenes avkastning (prosent)	6,04	6,61	8,90	11,61	11,36
Avkastningen på referanseindeksene for aksjer og obligasjoner (prosent)	5,78	6,50	8,70	11,53	11,97
Aksje- og renteinvesteringenes relative avkastning (prosentpoeng)	0,26	0,12	0,21	0,10	-0,60
Standardavvik (prosent)	7,49	8,63	7,06	5,55	4,34
Fondets avkastning (prosent)					
Faktisk relativ volatilitet på fondets aksje- og renteinvesteringer (prosentpoeng)	0,73	0,91	0,39	0,37	0,37
Informasjonsrate (IR)* på aksje- og renteinvesteringene	0,36	0,13	0,56	0,27	-1,62
Fondets avkastning (prosent)					
Årlig prisvekst (prosent)	6,04	6,61	8,90	11,61	11,36
Årlige forvaltningskostnader (prosent)	1,81	1,93	1,73	1,07	0,20
Årlige netto realavkastning (prosent)	0,09	0,09	0,07	0,06	0,06
Årlig netto realavkastning (prosent)	4,07	4,50	6,98	10,37	11,08

* IR er et mål på risikojustert avkastning. IR beregnes som forholdstallet mellom fondets relative avkastning og fondets faktiske relative volatilitet. IR viser den relative avkastningen per risikoenhet.

Tabell 12 Nøkkeltall per 31. mars 2015

	1. kv. 2015	4. kv. 2014	3. kv. 2014	2. kv. 2014	1. kv. 2014
Markedsverdi (mrd. kroner)*					
Aksjeinvesteringenes markedsverdi	4 380	3 940	3 396	3 357	3 124
Renteinvesteringenes markedsverdi	2 474	2 350	2 064	2 058	1 927
Eiendomsinvesteringenes markedsverdi	158	141	74	63	59
Fondets markedsverdi	7 012	6 431	5 534	5 478	5 110
Tilførsel*					
Tilførsel*	5	25	36	44	41
Fondets avkastning					
Fondets avkastning	401	259	15	192	78
Endring som følge av svingninger i kronekursen	175	613	5	132	-47
Endring i markedsverdien	581	896	56	368	72
Kostnader i forvaltningen (prosent)					
Beregnete innfasingskostnader**	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Forvaltningskostnader	0,06	0,06	0,05	0,05	0,07
Verdiutvikling f.o.m. første tilførsel i 1996 (mrd. kroner)					
Samlet brutto tilførsel	3 459	3 452	3 426	3 389	3 344
Samlet forvaltningsgodtgjøring***	28	27	26	25	25
Samlet tilførsel etter forvaltningsgodtgjøring	3 431	3 425	3 400	3 364	3 319
Samlet avkastning	2 743	2 343	2 084	2 069	1 877
Endring som følge av svingninger i kronekursen	838	663	50	45	-86
Fondets markedsverdi	7 012	6 431	5 534	5 478	5 110
Samlet avkastning etter forvaltningskostnader					
Samlet avkastning etter forvaltningskostnader	2 716	2 316	2 058	2 044	1 852

* Fondets markedsverdi presenteres i tabellen før påløpt forvaltningsgodtgjøring. Markedsverdien vil derfor avvike noe fra *Balanse* og *Oppstilling av endringer i eiers kapital* i regnskapsrapporteringen. Tilførslene i denne tabellen avviker noe fra regnskapet på grunn av ulik behandling av oppgjør av forvaltningsgodtgjøring (jf. *Kontantstrømoppstilling* og *Oppstilling av endringer i eiers kapital*) og uoppgjort tilførsel (jf. *Kontantstrømoppstilling*).

** Beregnede kostnader ved tilførsel av nye midler til fondet. Kostnader ved strategiske endringer i fondet er ikke inkludert. Kostnader som følge av vanlig indeksvedlikehold, f.eks som følge av at selskaper, utstedere og obligasjoner går inn og ut av referanseindeksen og tilbakevekting av indeksene, er heller ikke tatt med.

*** Forvaltningskostnader i datterselskaper, jf. Tabell 9.2 i regnskapet, er ikke en del av forvaltningsgodtgjøringen. Disse er allerede fratrukket i samlet avkastning, dvs. i avkastningen før forvaltningsgodtgjøring.

Tabell 13 Akkumulert avkastning siden første tilførsel i 1996. Milliarder kroner

	1. kv. 2015	4. kv. 2014	3. kv. 2014	2. kv. 2014	1. kv. 2014
Aksjeinvesteringenes avkastning	1 894	1 567	1 409	1 421	1 283
Renteinvesteringenes avkastning	830	761	665	639	587
Eiendomsinvesteringenes avkastning	19	14	9	8	6
Fondets avkastning	2 743	2 343	2 084	2 069	1 877

REGNSKAPSRAPPORTERING

Regnskapsrapporteringen for Statens pensjonsfond utland er presentert på de følgende sidene.

RESULTATREGNSKAP	17
BALANSE	18
KONTANTSTRØMOPPSTILLING	19
OPPSTILLING AV ENDRINGER I EIERS KAPITAL	20
NOTER TIL REGNSKAPSRAPPORTERING	
NOTE 1 Generell informasjon	21
NOTE 2 Regnskapsprinsipper	21
NOTE 3 Avkastning per aktivaklasse	22
NOTE 4 Inntekt/kostnad fra Aksjer og andeler, Obligasjoner og Finansielle derivater	23
NOTE 5 Beholdninger av Aksjer og andeler, Obligasjoner og Finansielle derivater	24
NOTE 6 Eiendom	25
NOTE 7 Måling til virkelig verdi	27
NOTE 8 Risiko	29
NOTE 9 Forvaltningskostnader	33
REVISORS UTTALELSE	35

RESULTATREGNSKAP

Beløp i millioner kroner	Note	1. kvartal 2015	1. kvartal 2014	2014
Resultat fra porteføljen før gevinst/tap valuta				
Renteinntekter og kostnader fra innskudd i banker og kortsiktig innlån		-14	-1	48
Renteinntekter fra utlån knyttet til gjensalgsvtaler		7	48	159
Inntekt/kostnad fra:				
- Aksjer og andeler	4	349 678	38 260	388 521
- Obligasjoner	4	51 738	39 766	158 027
- Eiendom	6	3 000	1 216	7 160
- Finansielle derivater	4	-2 820	-1 277	-8 208
Rentekostnad på innlån knyttet til gjenkjøpsavtaler		-2	-24	-35
Andre renteinntekter og rentekostnader		-	-2	-9
Skattekostnad		-661	-347	-2 026
Andre kostnader		-	-1	-3
Porteføljeresultat før gevinst/tap valuta		400 926	77 638	543 634
Gevinst/tap valuta		174 926	-46 890	702 259
Porteføljeresultat		575 852	30 748	1 245 893
Forvaltningsgodtgjøring	9	-932	-934	-3 202
Periodens resultat og totalresultat		574 920	29 814	1 242 691

BALANSE

Beløp i millioner kroner	Note	31.03.2015	31.12.2014
EIENDELER			
Innskudd i banker		9 480	11 731
Utlån knyttet til gjensalgsvtaler		59 764	45 536
Avgitt kontantsikkerhet		3 135	1 289
Uoppgjorte handler		30 936	1 376
Aksjer og andeler	5	4 061 111	3 790 853
Utlånte aksjer	5	351 305	166 842
Obligasjoner	5	2 436 859	2 324 626
Utlånte obligasjoner	5	51 229	25 163
Eiendom	6	117 923	106 431
Finansielle derivater	5	4 271	5 777
Andre eiendeler		2 389	3 847
SUM EIENDELER	7, 8	7 128 402	6 483 471
GJELD OG EIERS KAPITAL			
Gjeld			
Kortsiktig innlån		17	-
Innlån knyttet til gjenkjøpsavtaler		30 826	13 512
Mottatt kontantsikkerhet		37 398	27 006
Uoppgjorte handler		35 760	4 001
Finansielle derivater	5	6 665	7 895
Annen gjeld		5 647	318
Skyldig forvaltningsgodtgjøring	9	932	3 202
Sum gjeld		117 245	55 934
Eiers kapital		7 011 157	6 427 537
SUM GJELD OG EIERS KAPITAL	7, 8	7 128 402	6 483 471

KONTANTSTRØMOPPSTILLING

Beløp i millioner kroner, innbetaling (+) / utbetaling (-)	Hittil i år 31.03.2015	Hittil i år 31.03.2014	2014
Operasjonelle aktiviteter			
Netto innbetaling/utbetaling av renter på innskudd i banker og låneopptak hos banker	755	-493	-1 718
Netto innbetaling/utbetaling ved gjensalgssavtaler og gjenkjøpsavtaler	5 363	-31 391	-18 744
Netto innbetaling/utbetaling ved kjøp og salg av aksjer og andeler	-34 535	-9 006	-144 448
Netto innbetaling/utbetaling ved kjøp og salg av obligasjoner	-26 883	-47 070	-62 878
Netto innbetaling/utbetaling ved kjøp og salg av eiendom	-6 322	-7 385	-37 711
Netto innbetaling/utbetaling fra finansielle derivater	-866	-302	-1 204
Utbytte fra investeringer i aksjer og andeler	20 148	17 284	82 623
Innbetaling av renter på investeringer i obligasjoner	18 717	15 528	63 309
Inntekt mottatt fra utlån av aksjer og obligasjoner	518	283	2 550
Netto innbetaling/utbetaling fra eiendomsdrift	625	393	1 966
Kontantsikkerhet mottatt eller betalt ved verdipapirutlån, derivater og gjenkjøpsavtaler	7 114	21 728	-21 058
Netto innbetaling/utbetaling knyttet til andre kostnader, andre eiendeler og annen gjeld	7 341	93	-2 625
Netto innbetaling/utbetaling av skatt	53	-267	-2 740
Utbetaling forvaltningshonorar til Norges Bank*	-3 202	-2 889	-2 889
Netto utbetaling fra operasjonelle aktiviteter	-11 174	-43 494	-145 567
Finansieringsaktiviteter			
Tilførsel fra den norske stat**	9 069	44 712	150 894
Netto innbetaling fra finansieringsaktiviteter	9 069	44 712	150 894
Netto endring i kontanter og kontantekvivalenter			
Kontanter og kontantekvivalenter per 1. januar	11 731	3 953	3 953
Netto innbetaling/utbetaling av kontanter i perioden	-2 105	1 218	5 327
Netto gevinst/tap valuta på kontanter og kontantekvivalenter	-163	-279	2 451
Kontanter og kontantekvivalenter per periodens slutt	9 463	4 892	11 731
Kontanter og kontantekvivalenter består av:			
Innskudd i banker	9 480	4 892	11 731
Kortsiktig innlån	-17	-	-
Totalt kontanter og kontantekvivalenter per periodens slutt	9 463	4 892	11 731

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

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

OPPSTILLING AV ENDRINGER I EIERS KAPITAL

Beløp i millioner kroner	Tilført fra eier	Opptjente resultater	Sum eiers kapital*
1. januar 2014	3 298 941	1 735 905	5 034 846
Totalresultat	-	29 814	29 814
Tilførsel i perioden	44 100	-	44 100
31. mars 2014	3 343 041	1 765 719	5 108 760
1. april 2014	3 343 041	1 765 719	5 108 760
Totalresultat	-	1 212 877	1 212 877
Tilførsel i perioden	105 900	-	105 900
31. desember 2014	3 448 941	2 978 596	6 427 537
1. januar 2015	3 448 941	2 978 596	6 427 537
Totalresultat	-	574 920	574 920
Tilførsel i perioden*	8 700	-	8 700
31. mars 2015	3 457 641	3 553 516	7 011 157

* Sum eiers kapital tilsvarer Finansdepartementets innskudd på kronekonto i Norges Bank. Av totale tilførsler til kronekontoen til Statens pensjonsfond utland i første kvartal 2015 ble 3,2 milliarder kroner benyttet til å betale skyldig forvaltningsgodtgjøring for 2014, mens 5,5 milliarder kroner gikk til investeringsporteføljens plasseringer. Tilsvarende beløp for 2014 var henholdsvis 2,9 milliarder kroner og 147,1 milliarder kroner.

Norges Banks hovedstyre
Oslo, 22. april 2015



Øystein Olsen
Leder



Jon Nicolaisen
Nestleder



Kjetil Storesletten



Hilde Myrberg



Karen Helene Ulltveit-Moe



Liselott Kilaas



Egil Matsen

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 videreplasse kronekontoen i en investeringsportefølje bestående av aksjer, rentepapirer og fast eiendom. SPU er i sin helhet investert utenfor Norge.

2. GODKJENNING AV KVARTALSREGNSKAPET

Kvartalsregnskapet til Norges Bank for første kvartal 2015, som kun omfatter regnskapsrapporteringen for SPU, ble godkjent av hovedstyret 22. april 2015.

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*.

Kvartalsregnskapet er basert på de samme regnskapsprinsipper og beregningsmetoder som benyttet for årsregnskapet 2014, se også punkt 3. Regnskapsprinsipper fremgår av årsrapport 2014, og kvartalsregnskapet bør derfor leses i sammenheng med denne.

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 forventinger 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 noter i årsrapport 2014.

3. NYE/ENDREDE STANDARDER IMPLEMENTERT FRA 1. JANUAR 2015

Ingen nye eller endrede standarder er implementert per 1. januar 2015.

4. RELEVANTE ENDELIGE STANDARDER OG FORTOLKNINGER MED FORVENTET EU-GODKJENNELSE ETTER 2015

IFRS 9 Finansielle instrumenter

Ikrafttredelsestidspunktet satt av IASB for IFRS 9 er perioder som starter 1. januar 2018 eller senere. Det forventes at standarden vil bli anvendt når den er vedtatt og godkjent av EU. Implementering av IFRS 9 forventes ikke å medføre vesentlige endringer i klassifikasjon, innregning eller måling for regnskapsrapporteringen på overgangstidspunktet.

For mer informasjon om IFRS 9 se note 2 *Regnskapsprinsipper* i årsrapport 2014.

NOTE 3 AVKASTNING PER AKTIVAKLASSE

Tabell 3.1 Avkastning per aktivaklasse

	1. kvartal 2015	4. kvartal 2014	3. kvartal 2014	2. kvartal 2014	1. kvartal 2014	Hittil i år 31.03.2015
Avkastning målt i fondets valutakurv						
Aksjeinvesteringenes avkastning (prosent)	7,53	2,74	-0,49	4,01	1,47	7,53
Renteinvesteringenes avkastning (prosent)	1,63	1,68	0,95	2,04	2,05	1,63
Eiendomsinvesteringenes avkastning (prosent)	3,10	3,53	1,48	3,04	1,99	3,10
Fondets avkastning (prosent)	5,28	2,37	0,07	3,25	1,70	5,28
Avkastning målt i norske kroner (prosent)						
Aksje- og renteinvesteringenes avkastning (prosent)	5,33	2,35	0,06	3,26	1,70	5,33
Avkastning på referanseindeksene for aksjer og obligasjoner (prosent)	5,13	2,43	0,58	3,38	1,68	5,13
Aksje- og renteinvesteringenes relative avkastning (prosentpoeng)	0,19	-0,08	-0,52	-0,13	0,01	0,19
Aksjeinvesteringenes relative avkastning (prosentpoeng)	0,39	0,09	-0,76	-0,17	0,07	0,39
Renteinvesteringenes relative avkastning (prosentpoeng)	-0,14	-0,39	-0,14	-0,07	-0,07	-0,14
Avkastning målt i norske kroner (prosent)						
Aksjeinvesteringenes avkastning	11,29	16,14	-0,20	7,09	0,39	11,29
Renteinvesteringenes avkastning	5,17	14,94	1,24	5,06	0,96	5,17
Eiendomsinvesteringenes avkastning	6,70	17,04	1,78	6,09	0,90	6,70
Fondets avkastning	8,95	15,72	0,36	6,31	0,61	8,95
Aksje- og renteinvesteringenes avkastning	9,00	15,70	0,35	6,31	0,61	9,00

For nærmere informasjon om beregningsmetode i avkastningsmålingen, se note 3 *Porteføljeresultat før*

gevinst/tap valuta og avkastning per aktivaklasse i årsrapport 2014.

NOTE 4 INNTEKT/KOSTNAD FRA AKSJER OG ANDELER, OBLIGASJONER OG FINANSIELLE DERIVATER

Tabeller 4.1 til 4.3 spesifiserer inntekts- og kostnads-elementer 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	1. kvartal 2015	1. kvartal 2014	2014
Utbytte	24 237	20 500	87 962
Inntekt fra verdipapirutlån	664	561	2 578
Realisert gevinst/tap	38 090	22 301	75 832
Urealisert gevinst/tap	286 687	-5 103	222 149
Inntekt/kostnad fra aksjer og andeler før gevinst/tap valuta	349 678	38 260	388 521

Tabell 4.2 Spesifisering Inntekt/kostnad fra obligasjoner

Beløp i millioner kroner	1. kvartal 2015	1. kvartal 2014	2014
Renter	19 579	15 197	65 472
Inntekt fra verdipapirutlån	18	7	21
Realisert gevinst/tap	11 876	1 095	14 831
Urealisert gevinst/tap	20 265	23 467	77 703
Inntekt/kostnad fra obligasjoner før gevinst/tap valuta	51 738	39 766	158 027

Tabell 4.3 Spesifisering Inntekt/kostnad fra finansielle derivater

Beløp i millioner kroner	1. kvartal 2015	1. kvartal 2014	2014
Renter	-312	48	-285
Realisert gevinst/tap	-1 875	-1 498	-4 226
Urealisert gevinst/tap	-633	173	-3 697
Inntekt/kostnad fra finansielle derivater før gevinst/tap valuta	-2 820	-1 277	-8 208

NOTE 5 BEHOLDNINGER AV AKSJER OG ANDELER, OBLIGASJONER OG FINANSIELLE DERIVATER

Tabell 5.1 Aksjer og andeler

Beløp i millioner kroner	31.03.2015		31.12.2014	
	Virkelig verdi inkl. utbytte	Opptjent utbytte	Virkelig verdi inkl. utbytte	Opptjent utbytte
Børsnoterte aksjer og andeler	4 412 416	10 441	3 957 695	7 012
Sum aksjer og andeler	4 412 416	10 441	3 957 695	7 012
<i>Herav utlånte aksjer</i>	351 305		166 842	

Tabell 5.2 Obligasjoner

Beløp i millioner kroner	31.03.2015			31.12.2014		
	Nominell verdi*	Virkelig verdi inkl. opp-tjente renter	Opp-tjente renter	Nominell verdi*	Virkelig verdi inkl. opp-tjente renter	Opp-tjente renter
Statsobligasjoner	1 152 301	1 357 115	11 557	1 095 771	1 296 796	9 832
Statsrelaterte obligasjoner	319 740	346 617	3 165	316 496	343 771	3 308
Realrenteobligasjoner	82 438	99 391	326	52 788	63 715	222
Selskapsobligasjoner	477 912	509 219	4 947	430 017	454 559	4 933
Pantesikrede obligasjoner	171 648	175 747	2 050	176 199	190 948	2 767
Sum obligasjoner	2 204 039	2 488 089	22 045	2 071 271	2 349 789	21 062
<i>Herav utlånte obligasjoner</i>		51 229			25 163	

* Nominell verdi består av hovedstol omregnet til norske kroner ved bruk av balansedagens kurs.

Tabell 5.3 Finansielle derivater

Beløp i millioner kroner	31.03.2015			31.12.2014		
	Pålydende verdi	Virkelig verdi		Pålydende verdi	Virkelig verdi	
		Eiendel	Gjeld		Eiendel	Gjeld
Valutahandler	238 687	3 184	710	204 179	5 275	3 141
Rentebytteavtaler	36 565	139	5 954	37 194	112	4 754
Opsjoner	3 348	948	-	1 596	390	-
Sum finansielle derivater	278 600	4 271	6 665	242 969	5 777	7 895

NOTE 6 EIENDOM

Investeringer i eiendom som er presentert på balanselinjen *Eiendom* består av unoterte investeringer. De ulike eiendomsinvesteringene er eid gjennom datterselskaper. Disse datterselskapene måles til virkelig verdi over resultatet og endringer i virkelig verdi resultatføres.

Tabell 6.1 spesifiserer linjen *Inntekt/kostnad fra Eiendom* i resultatregnskapet, før gevinst/tap valuta. Tabell 6.2 viser endringer i perioden for balanselinjen *Eiendom*.

Tabell 6.1 Inntekt/kostnad fra Eiendom

Beløp i millioner kroner	1. kvartal 2015	1. kvartal 2014	2014
Utbytte	322	55	598
Renteinntekter	303	338	1 368
Urealisert gevinst/tap	2 375	823	5 194
Inntekt/kostnad fra Eiendom før gevinst/tap valuta	3 000	1 216	7 160

Tabell 6.2 Balanseendringer Eiendom

Beløp i millioner kroner	31.03.2015	31.12.2014
Eiendom, inngående balanse 1. januar	106 431	51 032
Tilgang nye investeringer	6 322	37 711
Urealisert gevinst/tap	2 375	5 194
Valutaeffekt ved omregning til norske kroner	2 795	12 494
Eiendom, utgående balanse for perioden	117 923	106 431

UNDERLIGGENDE EIENDOMSSELSKAPER

Datterselskapene har investeringer i andre ikke-konsoliderte unoterte selskaper. Disse selskapene har videre investert i eiendom, primært bygninger. Virkelig verdi av *Eiendom* anses å være summen av alle underliggende eiendeler og forpliktelser målt til virkelig verdi, justert for SPUs eierandel. Eiendelene og forpliktelsene er spesifisert i tabell 6.4. For ytterligere informasjon angående måling av eiendomseiendeler og -forpliktelser til virkelig verdi, se note 7 *Måling til virkelig verdi*.

Tabell 6.3 gir en spesifisering av SPUs andel av inntekter og kostnader generert i de underliggende eiendomsselskapene. Inntekter generert gjennom leieinntekter, med fradrag for kostnader, kan distribueres til SPU i form av renter og utbytte som angitt i tabell

6.1. Urealisert gevinst/tap presentert i tabell 6.1 inkluderer overskudd som ikke er utdelt, og vil derfor ikke tilsvare virkelig verdiendringer i tabell 6.3, som kun omfatter virkelig verdiendringer av eiendommer og gjeld.

Tabell 6.3 Inntekt fra underliggende eiendomsselskaper

Beløp i millioner kroner	1. kvartal 2015	1. kvartal 2014	2014
Netto leieinntekter*	1 442	848	3 747
Virkelig verdiendringer – bygninger	2 037	667	5 464
Virkelig verdiendringer – gjeld	-145	-30	-395
Transaksjonskostnader	-44	-93	-586
Rentekostnader ekstern gjeld	-139	-64	-354
Betalbar skatt	-14	-25	-81
Endring utsatt skatt	-47	-24	-292
Driftskostnader innenfor rammen fra Finansdepartementet**	-21	-19	-83
Andre driftskostnader***	-69	-44	-261
Netto inntekt eiendomsselskaper	3 000	1 216	7 160

* Netto leieinntekter består i all hovedsak av opptjente leieinntekter med fradrag for kostnader til drift og vedlikehold av bygningene.

** Se tabell 9.2 for spesifikasjon av driftskostnader som inngår i rammen for forvaltningsgodtgjøring fra Finansdepartementet.

*** Andre driftskostnader består av honorar til eksterne forvaltere for forvaltning av eiendommene, samt andre kostnader som ikke dekkes innenfor rammen fra Finansdepartementet.

Tabell 6.4 gir en spesifikasjon av eiendeler og forpliktelser som inngår i de underliggende eiendomsselskapene.

Tabell 6.4 Spesifikasjon eiendeler og forpliktelser eiendomsselskaper

Beløp i millioner kroner	31.03.2015	31.12.2014
Innskudd i banker	1 598	1 170
Bygninger	132 459	118 515
Ekstern gjeld	-14 733	-11 985
Betalbar skatt	-83	-98
Netto utsatt skatt	-569	-520
Netto andre eiendeler og forpliktelser	-749	-651
Sum eiendeler og forpliktelser eiendomsselskaper	117 923	106 431

I tillegg til unoterte eiendomsinvesteringer presentert på balanselinjen *Eiendom*, inngår børsnoterte eiendomsinvesteringer i aktivklassen eiendom. Børsnoterte eiendomsinvesteringer er presentert

på balanselinjen *Aksjer og andeler*, og utgjør 38 936 millioner kroner ved kvartalsslutt sammenlignet med 33 238 millioner kroner ved årsslutt 2014.

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 6 *Måling til virkelig verdi* i årsrapport 2014.

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 Spesifisering investeringer på nivåer for verdsettelsesusikkerhet

Beløp i millioner kroner	Nivå 1		Nivå 2		Nivå 3		Totalt	
	31.03.2015	31.12.2014	31.03.2015	31.12.2014	31.03.2015	31.12.2014	31.03.2015	31.12.2013
Aksjer og andeler	4 374 767	3 925 476	35 801	30 236	1 848	1 983	4 412 416	3 957 695
Statsobligasjoner	1 222 513	1 141 268	134 602	155 528	-	-	1 357 115	1 296 796
Statsrelaterte obligasjoner	306 420	308 397	35 778	27 424	4 419	7 950	346 617	343 771
Realrenteobligasjoner	86 375	55 613	13 016	8 102	-	-	99 391	63 715
Selskapsobligasjoner	487 719	246 887	19 292	192 266	2 208	15 406	509 219	454 559
Pantesikrede obligasjoner	169 672	172 332	4 343	16 703	1 732	1 913	175 747	190 948
Sum obligasjoner	2 272 699	1 924 497	207 031	400 023	8 359	25 269	2 488 089	2 349 789
Finansielle derivater (eiendeler)	777	-	3 494	5 777	-	-	4 271	5 777
Finansielle derivater (gjeld)	-	-	-6 665	-7 895	-	-	-6 665	-7 895
Sum finansielle derivater	777	-	-3 171	-2 118	-	-	-2 394	-2 118
Eiendom	-	-	-	-	117 923	106 431	117 923	106 431
Annet*	-	-	-3 945	18 942	-	-	-3 945	18 942
Totalt	6 648 243	5 849 973	235 716	447 083	128 130	133 683	7 012 089	6 430 739
Totalt (prosent)	94,8	91,0	3,4	6,9	1,8	2,1	100,0	100,0

* Annet består av ikke-investerings eiendeler og forpliktelser begrenset til pengemarkedsinstrumenter, herunder gjensalgsvtaler, gjenkjøpsavtaler, innskudd i banker, kortsiktig innlån, uoppgjorte handler, avgitt og mottatt kontantsikkerhet og andre eiendeler og gjeld.

Verdsettelsesusikkerheten for SPU totalt ved utgangen av første kvartal 2015 er i hovedsak uendret sammenlignet med utgangen av 2014. Majoriteten av den totale porteføljen er forbundet med lav verdsettelsesusikkerhet og klassifisert som nivå 1 eller 2 (98,2 prosent ved utgangen av første kvartal 2015 sammenlignet med

97,9 prosent ved årsslutt 2014). Andel av obligasjonsporteføljen hvor usikkerheten rundt virkelig verdi er lavest, det vil si beholdninger klassifisert som nivå 1, har imidlertid økt gjennom kvartalet. Denne bevegelsen er nærmere omtalt i punkt 3 i denne noten.

Aksjer og andeler

For aksjer og andeler er usikkerheten rundt virkelig verdi uendret gjennom kvartalet. Målt som andel av total verdi er tilnærmet alle aksjer og andeler (99,2 prosent) priset ut i fra offisielle sluttkurser på børs. De har observerbare markedskurser og er klassifisert som nivå 1. Et fåtall aksjer og andeler (0,8 prosent) anses å inneha lavere grad av observerbare markedskurser og er tilordnet nivå 2. Enkelte beholdninger (0,04 prosent), som ikke er børsnotert eller som har vært suspendert over lengre tid, har høy usikkerhet rundt etablering av virkelig verdi og er klassifisert som nivå 3.

Obligasjoner

Majoriteten av obligasjoner (91,4 prosent) er klassifisert som nivå 1 ved utgangen av første kvartal. Obligasjoner på dette nivået har observerbare markedspriser som kan handles på. Et mindretall av obligasjoner (8,3 prosent) er tilordnet nivå 2. Disse har ikke tilstrekkelig grad av markedspriser som kan handles på, eller de priset ut i fra sammenlignbare, men likvide, obligasjoner. Enkelte obligasjoner (0,3 prosent) hvor markedspriser ikke er observerbare er klassifisert til nivå 3.

Eiendom

Alle 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 eiendomsinvesteringer er målt til verdien fastsatt av eksterne verdsettere, med unntak av nye innkjøpte eiendommer hvor kostpris eksklusive transaksjonskostnader er ansett som det beste anslaget på virkelig verdi.

3. BEVEGELSER MELLOM NIVÅER I HIERARKIET

Reklassifisering mellom nivå 1 og nivå 2.

Det er ingen signifikant endring mellom nivåene innen aksjer og andeler. Enkelte aksjer som nylig har blitt suspendert fra handel er flyttet fra nivå 1 til nivå 2. Andre enkeltaksjer som har tidligere vært suspendert, men hvor handel er gjenopptatt, er reklassifisert til nivå 1. Målt som andel av total verdi, er nivåene uendret.

En signifikant andel av obligasjoner er reklassifisert fra nivå 2 til nivå 1. Hovedårsaken til denne reklassifiseringen er et bredere informasjonsgrunnlag som gir økt markedstransparens og innsikt i likviditet gjennom ytterligere tilgang på detaljert markedsinformasjon, herunder omfanget av gjennomførte handel over en lengre periode. Det er ingen vesentlig endring i faktisk verdsettelsesusikkerhet fra årsslutt 2014 til slutten av første kvartal 2015.

Tabell 7.2 Spesifisering endringer i nivå 3 beholdninger

Beløp i millioner kroner	01.01.2015	Kjøp	Salg	Forfalte og innbetalte	Netto gevinst/tap	Overført til nivå 3	Overført fra nivå 3	Gevinst/tap valuta	31.03.2015
Aksjer og andeler	1 983	-	-39	14	-87	-	-150	127	1 848
Obligasjoner	25 269	2 859	-478	-245	-92	-	-19 310	356	8 359
Eiendom	106 431	6 322	-	-	2 375	-	-	2 795	117 923
Totalt	133 683	9 181	-517	-231	2 196	-	-19 460	3 278	128 130

Beløp i millioner kroner	01.01.2014	Kjøp	Salg	Forfalte og innbetalte	Netto gevinst/tap	Overført til nivå 3	Overført fra nivå 3	Gevinst/tap valuta	31.12.2014
Aksjer og andeler	1 753	180	-138	19	-548	417	-67	367	1 983
Obligasjoner	1 571	9 247	-173	-230	68	10 455	-96	4 427	25 269
Eiendom	51 032	37 711	-	-	5 194	-	-	12 494	106 431
Totalt	54 356	47 138	-311	-211	4 714	10 872	-163	17 288	133 683

Aksjer og andeler med høy usikkerhet rundt virkelig verdi, det vil si klassifisert som nivå 3, har gått marginalt ned sammenlignet med utgangen av 2014. Dette skyldes aksjer som har vært suspendert, men hvor handel har blitt gjenopptatt i løpet av kvartalet.

Det er lavere prisusikkerhet for obligasjonsporteføljen ved utgangen av første kvartal 2015, og andelen med høy usikkerhet er slik sett redusert. Dette skyldes at flere obligasjonsbeholdninger er reklassifisert til høyere nivå. Disse beholdningene inneholder obligasjoner med observerbare markedspriser ved kvartalslutt. Årsaken til denne reklassifiseringen er omtalt ovenfor.

4. SENSITIVITETSANALYSE FOR NIVÅ 3 BEHOLDNINGER

Tabell 7.3 Ytterligere spesifisering nivå 3 og sensitiviteter

Beløp i millioner kroner	Spesifisering av nivå 3 per 31.03.2015	Sensitiviteter 31.03.2015		Spesifisering av nivå 3 per 31.12.2014	Sensitiviteter 31.12.2014	
		Ufordelaktige endringer	Fordelaktige endringer		Ufordelaktige endringer	Fordelaktige endringer
Aksjer og andeler	1 848	-683	582	1 983	-843	587
Statsrelaterte obligasjoner	4 419	-484	567	7 950	-781	780
Selskapsobligasjoner	2 208	-523	109	15 406	-1 884	1 640
Pantesikrede obligasjoner	1 732	-173	173	1 913	-191	287
Sum obligasjoner	8 359	-1 180	849	25 269	-2 856	2 707
Eiendom	117 923	-6 130	6 727	106 431	-5 532	6 071
Totalt	128 130	-7 993	8 158	133 683	-9 231	9 365

Det er usikkerhet rundt virkelig verdi av beholdninger klassifisert som nivå 3. Dette illustreres ved en sensitivitetsanalyse gitt i tabell 7.3.

Usikkerhet forbundet med verdsettelse av virkelig verdi for eiendomsinvesteringer er i hovedsak uendret i forhold til forrige årsslutt, men den totale verdsettelsesusikkerheten målt i kroner øker etter hvert som porteføljen vokser. Eiendomsverdiene er spesielt sensitive til endringer i avkastning (diskonteringsrente) og forutsetninger som påvirker fremtidige inntekter. Under et ufordelaktig scenario er det beregnet at en endring i diskonteringsrente på +0,2 prosentpoeng, og en reduksjon i fremtidige leieinntekter på -2 prosent vil

reducere eiendomsporteføljens verdi med om lag 5,2 prosent eller 6 130 millioner kroner. Under et fordelaktig scenario vil en tilsvarende endring i diskonteringsrenten på -0,2 prosentpoeng og en økning i fremtidige leieinntekter på 2 prosent øke eiendomsporteføljens verdi med 5,7 prosent eller 6 727 millioner kroner.

Den relative verdsettelsesusikkerheten for aksjer og obligasjoner er tilnærmet uendret gjennom kvartalet. Ettersom beholdningsverdiene innen obligasjoner i nivå 3 er lavere ved kvartalsslutt, er imidlertid utfallsrommet målt i kroner mindre enn ved årsslutt.

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 måler markedsrisiko både absolutt og relativt til referanseindekser for plasseringer i SPU.

Aktivaklasse per land og valuta

En viktig dimensjon innenfor markedsrisiko er konsentrasjonsrisiko. Tabell 8.1 gir et bilde av hvor SPU er investert på tvers av de tre aktivklassene, gruppert på land innenfor aksjer og eiendom samt valuta innenfor obligasjoner. Oppstillingen viser at aksjeinvesteringene som andel av SPU har økt fra 61,3 prosent til 62,5 prosent gjennom kvartalet.

Tabell 8.1 Fordeling per aktivaklasse, land og valuta

Aktivaklasse	Markedsverdi i prosent per land og valuta*				Markedsverdi i prosent per aktivaklasse		Eiendeler minus gjeld for forvaltningsgodtgjøring	
	Marked	31.03.2015	Marked	31.12.2014	31.03.2015	31.12.2014	31.03.2015	31.12.2014
Aksjer	Utviklet	90,4	Utviklet	90,2				
	USA	33,6	USA	33,7				
	Storbritannia	11,9	Storbritannia	12,5				
	Japan	8,3	Japan	7,4				
	Tyskland	6,3	Tyskland	6,1				
	Frankrike	5,8	Frankrike	5,8				
	Sum andre	24,5	Sum andre	24,7				
	Fremvoksende	9,6	Fremvoksende	9,8				
	Kina	3,0	Kina	2,9				
	Taiwan	1,5	Taiwan	1,5				
	India	1,0	India	1,0				
	Brasil	0,7	Brasil	0,9				
	Sør-Afrika	0,6	Sør-Afrika	0,6				
	Sum andre	2,8	Sum andre	2,9				
Aksjer totalt					62,46	61,27	4 379 764	3 939 923
Obligasjoner	Utviklet	87,1	Utviklet	87,2				
	Amerikanske dollar	43,8	Amerikanske dollar	41,4				
	Euro	22,5	Euro	24,5				
	Japanske yen	7,2	Japanske yen	7,4				
	Britiske pund	5,1	Britiske pund	5,3				
	Kanadiske dollar	3,3	Kanadiske dollar	3,3				
	Sum andre	5,2	Sum andre	5,3				
	Fremvoksende	12,9	Fremvoksende	12,8				
	Meksikanske peso	1,8	Meksikanske peso	1,8				
	Sørkoreanske won	1,6	Brasilianske real	1,5				
	Brasilianske real	1,2	Sørkoreanske won	1,5				
	Tyrkiske lira	1,0	Tyrkiske lira	1,1				
	Indiske rupi	1,0	Indiske rupi	1,0				
	Sum andre	6,3	Sum andre	5,9				
Obligasjoner totalt					35,28	36,54	2 474 215	2 349 948
Eiendom	USA	32,6	Storbritannia	30,9				
	Storbritannia	31,2	USA	30,7				
	Frankrike	14,4	Frankrike	15,9				
	Tyskland	9,7	Tyskland	9,7				
	Sveits	5,3	Sveits	5,5				
	Sum andre	6,8	Sum andre	7,3				
Eiendom totalt**					2,26	2,19	158 109	140 868

* Markedsverdi per land og valuta inkluderer derivater og kontanter.

** *Eiendom totalt* inkluderer børsnoterte eiendomsinvesteringer. Disse presenteres i balansen som *Aksjer og andeler*.

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. Eiendomsinvesteringer er kun inkludert i beregningene for absolutt volatilitet.

Tabell 8.2 Porteføljerisiko, forventet volatilitet i prosent

	Forventet volatilitet, faktisk portefølje							
	31.03.2015	Min 2015	Maks 2015	Snitt 2015	31.12.2014	Min 2014	Maks 2014	Snitt 2014
Portefølje	9,0	8,1	9,0	8,4	8,2	7,9	9,3	8,7
Aksjer	11,5	10,9	11,5	11,2	11,1	11,0	14,4	13,0
Obligasjoner	9,0	7,9	9,0	8,3	7,9	7,5	8,9	8,3

Tabell 8.3 Relativ risiko, forventet relativ volatilitet i basispunkter

	Forventet relativ volatilitet							
	31.03.2015	Min 2015	Maks 2015	Snitt 2015	31.12.2014	Min 2014	Maks 2014	Snitt 2014
Portefølje	36	33	38	35	38	38	63	51
Aksjer	47	46	52	48	52	49	71	60
Obligasjoner	64	55	64	58	59	52	69	60

Modellene som er benyttet i beregningen av ovenstående informasjon er forklart i note 7 Risiko i årsrapport 2014.

årlig verdisvingning på 9,0 prosent eller om lag 630 milliarder kroner ved utgangen av kvartalet.

Risiko målt ved forventet volatilitet viser en økning for porteføljen i årets første kvartal, fra 8,2 ved årets begynnelse til 9,0. Forventet volatilitet for aksjer økte fra 11,1 til 11,5, mens forventet volatilitet for obligasjoner økte fra 7,9 til 9,0. Økningen i volatilitet skyldes i hovedsak økt eksponering mot aksjer og større svingninger i valutamarkedene. Risikomålet indikerer en forventet

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, 31.03.2015	AAA	AA	A	BBB	Lavere vurdering	Total
Statsobligasjoner	611 898	227 836	301 122	212 889	3 370	1 357 115
Statsrelaterte obligasjoner	135 599	149 028	25 188	32 914	3 888	346 617
Realrenteobligasjoner	65 562	8 451	3 492	21 886	-	99 391
Selskapsobligasjoner	2 008	39 099	233 805	221 422	12 885	509 219
Pantesikrede obligasjoner	136 123	13 376	12 282	12 767	1 199	175 747
Sum obligasjoner	951 190	437 790	575 889	501 878	21 342	2 488 089

Beløp i millioner kroner, 31.12.2014	AAA	AA	A	BBB	Lavere vurdering	Total
Statsobligasjoner	606 852	186 044	277 444	223 334	3 122	1 296 796
Statsrelaterte obligasjoner	142 390	142 134	23 671	32 777	2 799	343 771
Realrenteobligasjoner	34 971	5 421	1 566	21 757	-	63 715
Selskapsobligasjoner	1 574	37 266	219 892	186 376	9 451	454 559
Pantesikrede obligasjoner	143 441	9 858	17 824	18 786	1 039	190 948
Sum obligasjoner	929 228	380 723	540 397	483 030	16 411	2 349 789

Andelen av obligasjonsbeholdningen kategorisert med kredittvurdering AAA ble redusert til 38,2 prosent ved slutten av første kvartal sammenlignet med 39,5 prosent ved årsslutt 2014. Dette skyldes i stor grad nedgraderingen av Østerrike fra AAA til AA kategorien, samt reduksjon i beholdningen av pantsikrede obligasjoner i AAA kategorien. Kategorien *Lavere vurdering* økte samtidig til 0,9 prosent ved slutten av første kvartal sammenlignet med 0,7 prosent ved årsslutt 2014. Dette kom som en følge av nedgradering av selskapsobligasjoner og russiske statsrelatere

obligasjoner fra BBB til BB kategorien. I tillegg ble det foretatt kjøp av obligasjoner med lavere kredittvurdering gjennom kvartalet. Kredittkvaliteten på obligasjonsporteføljen er totalt sett noe svekket siden årsslutt 2014.

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 Motpartsrisiko per type posisjon

Beløp i millioner kroner, 31.03.2015	Brutto eksponering	Motregnings-effekter	Sikkerheter og garantier	Netto eksponering
Tidsinnskudd og usikrede bankinnskudd*	10 569	-	-	10 569
Ikke-børsnoterte derivater inklusiv valutakontrakter	19 835	6 715	-2 398	15 519
Gjenkjøps- og gjensalgssavtaler	552	27	57	468
Verdipapirutlånstransaksjoner	34 177	-	32 159	2 018
Kontanter og obligasjoner stilt som sikkerhet ved futureshandel	4 463	-	-	4 463
Oppgjørsrisiko på motpart og transaksjoner med lang oppgjørstid	557	-	-	557
Totalt	70 154	6 742	29 818	33 594

Beløp i millioner kroner, 31.12.2014	Brutto eksponering	Motregnings-effekter	Sikkerheter og garantier	Netto eksponering
Tidsinnskudd og usikrede bankinnskudd*	13 268	-	-	13 268
Ikke-børsnoterte derivater inklusiv valutakontrakter	10 162	5 254	-1 658	6 566
Gjenkjøps- og gjensalgssavtaler	989	-	-	989
Verdipapirutlånstransaksjoner	16 480	-	15 345	1 135
Kontanter og obligasjoner stilt som sikkerhet ved futureshandel	5 603	-	-	5 603
Oppgjørsrisiko på motpart og transaksjoner med lang oppgjørstid	15	-	-	15
Totalt	46 517	5 254	13 687	27 576

* Beløpet inkluderer bankinnskudd i ikke-konsoliderte datterselskaper eiendom.

Tabell 8.5 viser motpartsrisiko per type posisjon per 31. mars 2015, aggregert for SPU.

Motpartsrisikoen målt ved både brutto og netto eksponering har økt siden årsslutt 2014. Økningen i bruttoeksponeringen skyldes i hovedsak en økning i verdipapirutlånstransaksjoner samt høyere oppgjørs-

risiko i forbindelse med valutakontrakter ved utgangen av første kvartal sammenlignet med årsslutt 2014. Økningen i nettoeksponeringen skyldes hovedsakelig høyere motpartsrisiko i forbindelse med valutakontrakter. Nettoeksponering fra verdipapirutlånstransaksjoner er lav ettersom agenten for utlån garanterer store deler av verdipapirutlånprogrammet.

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 eiendom.

FORVALTNINGSKOSTNADER I NORGES BANK

Finansdepartementet refunderer Norges Bank for kostnader som påløper i forbindelse med forvaltningen

av SPU, i form av en forvaltningsgodtgjøring. Forvaltningsgodtgjøringen tilsvarer faktiske kostnader påløpt i Norges Bank, inkludert avkastningsavhengige honorarer til eksterne forvaltere, og belastes periodens resultatet på linjen *Forvaltningsgodtgjøring*. Kostnader inkludert i forvaltningsgodtgjøringen er spesifisert i tabell 9.1.

Tabell 9.1 Forvaltningsgodtgjøring

Beløp i millioner kroner	1. kvartal 2015		1. kvartal 2014		2014	
		Basis-punkter		Basis-punkter		Basis-punkter
Lønn, arbeidsgiveravgift og andre personalkostnader	273		178		763	
Kostnader til depot	109		121		457	
IT-tjenester, systemer og data	140		119		488	
Analyse, konsulent og juridiske tjenester	56		36		169	
Øvrige kostnader	40		32		119	
Fordelte felleskostnader Norges Bank	31		28		112	
Faste honorarer til eksterne forvaltere	179		105		445	
Forvaltningsgodtgjøring eksklusive avkastningsavhengige honorarer	828	5,0	619	4,9	2 553	4,7
Avkastningsavhengige honorarer til eksterne forvaltere	104		315		649	
Forvaltningsgodtgjøring	932	5,7	934	7,3	3 202	5,9

FORVALTNINGSKOSTNADER I DATTERSELSKAPER EIENDOM

Forvaltningskostnader som påløper i datterselskaper eiendom består av driftskostnader knyttet til forvalt-

ningen av eiendomsporteføljen. Disse kostnadene er spesifisert i tabell 9.2.

Tabell 9.2 Forvaltningskostnader datterselskaper eiendom

Beløp i millioner kroner	1. kvartal 2015	1. kvartal 2014	2014
Lønn, arbeidsgiveravgift og andre personalkostnader	5	6	25
IT-tjenester, systemer og data	5	3	14
Analyse, konsulent og juridiske tjenester	3	4	22
Honorarer knyttet til administrasjon av eiendomsinvesteringer (eksterne)	3	2	7
Øvrige kostnader, datterselskaper	5	4	15
Sum forvaltningskostnader datterselskaper eiendom	21	19	83

Det påløper også andre driftskostnader i datterselskaper eiendom knyttet til løpende vedlikehold samt drift av bygninger og leieforhold. Disse kostnadene er ikke definert som forvaltningskostnader ettersom de er direkte relatert til de underliggende bygningene og er ikke en del av forvaltningen av eiendomsporteføljen. I tillegg påløper det både forvaltningskostnader og andre driftskostnader i deleide eiendomsselskaper.

Både forvaltningskostnader og andre driftskostnader som påløper i hel- og deleide eiendomsselskaper er belastet porteføljerisikoret direkte på linjen *Inntekt/kostnad fra Eiendom*. Se tabell 6.3 i note 6 *Eiendom* for ytterligere informasjon.

ØVRE KOSTNADSGRENSE FOR DEKNING AV FORVALTNINGSKOSTNADER

Finansdepartementet har fastsatt en øvre kostnadsgrense for dekning av forvaltningskostnader. Summen av forvaltningskostnader som påløper i Norges Bank og i datterselskaper eiendom, eksklusiv avkastningsavhengige honorarer til eksterne forvaltere, er for 2015

begrenset oppad til 9 basispunkter av gjennomsnittlige eiendeler under forvaltning. Andre driftskostnader som påløper i datterselskaper eiendom, samt kostnader som påløper i deleide eiendomsselskaper, inngår ikke i kostnadene som er oppad begrenset til den øvre kostnadsgrensen.

Samlede forvaltningskostnader som måles mot den øvre kostnadsgrensen utgjør i 1. kvartal 2015 849 millioner kroner. Dette består av 828 millioner kroner i forvaltningskostnader i Norges Bank eksklusive avkastningsavhengige honorarer og 21 millioner kroner i forvaltningskostnader i datterselskaper eiendom. Dette tilsvarer 5,2 basispunkter av forvaltet kapital på årsbasis.

Avkastningsavhengige honorarer utgjør i 1. kvartal 2015 104 millioner kroner og de samlede forvaltningskostnader inklusive avkastningsavhengige honorarer utgjør 953 millioner kroner. Dette tilsvarer 5,8 basispunkter av forvaltet kapital på årsbasis.

UTTALELSE VEDRØRENDE FORENKLET REVISORKONTROLL AV DELÅRSRAPPORTERING

Vi har foretatt en forenklet revisorkontroll av regnskapsrapporteringen for investeringsporteføljen til Statens pensjonsfond utland. Datterselskaper av Norges Bank som utelukkende utgjør investeringer som ledd i forvaltningen av investeringsporteføljen inngår i regnskapsrapporteringen. Regnskapsrapporteringen består av balanse per 31. mars 2015, periodens resultat og totalresultat, oppstilling av endringer i eiers kapital, kontantstrømoppstilling for tre 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, 22. april 2015

Deloitte AS



Aase Aa. Lundgaard
statsautorisert revisor

