

2. kv. | 19

Statens
pensjonsfond
utland

Kvartalsrapport
2019

Hovedtall

3,0%

256 milliarder kroner

Statens pensjonsfond utland fikk en avkastning på **3,0** prosent, eller **256** milliarder kroner, i andre kvartal 2019.



Aksjeinvesteringer

3,0 %



Unoterte
eiendomsinvesteringer

0,8 %



Renteinvesteringer

3,1 %

Avkastningen for fondets aksjeinvesteringer var på **3,0** prosent.
Investeringer i unotert eiendom fikk en avkastning på **0,8** prosent.
Avkastningen for renteinvesteringene var **3,1** prosent.

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

9 162

milliarder kroner

Ved utgangen av kvartalet var fondets markedsverdi **9 162** milliarder kroner. Fondet var investert med **69,3** prosent i aksjer, **2,7** prosent i unotert eiendom og **28,0** prosent i rentepapirer.



Aksjeinvesteringer

69,3 %



**Unoterte
eiendomsinvesteringer**

2,7 %



Renteinvesteringer

28,0 %

Innhold

1

INVESTERINGENE

Aksjer _____ 6

Eiendom _____ 8

Renter _____ 11

2

FORVALTNINGEN

Forvaltningen _____ 13

Risiko _____ 15

Ansvarlig forvaltning _____ 17

3

HOVEDTALL OG REGNSKAP

Hovedtall _____ 19

Regnskapsrapportering _____ 21

Noter _____ 27

Revisors uttalelse _____ 51

Investeringene

Aksjer

Aksjeinvesteringene, som utgjorde 69,3 prosent av fondet ved utgangen av kvartalet, fikk en avkastning på 3,0 prosent. Aksjemarkedene leverte positiv avkastning i et kvartal med svingninger. Utviklingen i forhandlingene om en handelsavtale mellom USA og Kina og nedgangen i indikatorer for industriaktivitet førte til lavere avkastning i fremvoksende markeder. De globale aksjemarkedene hentet seg deretter inn mot slutten av kvartalet, delvis drevet av utsikter til en mer ekspansiv pengepolitikk i utviklede markeder.

Positiv avkastning i hovedmarkedene

Nordamerikanske aksjer hadde en avkastning på 3,6 prosent i kvartalet og sto for 41,8 prosent av fondets aksjeinvesteringer. Avkastningen for

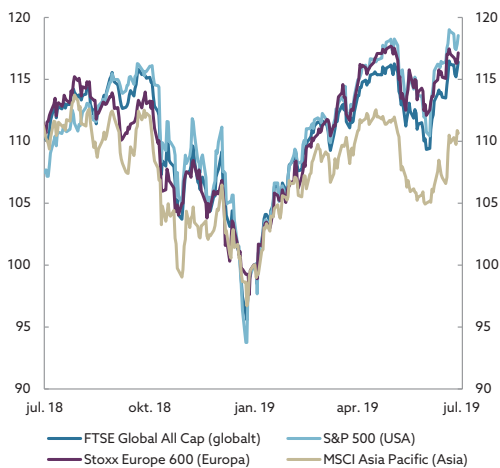
aksjer notert i USA var på 3,6 prosent, tilsvarende 4,1 prosent målt i lokal valuta. USA var fondets største enkeltmarked og sto for 39,6 prosent av aksjeinvesteringene.

Europeiske aksjer hadde en avkastning på 4,1 prosent i kvartalet. Totalt var 33,4 prosent av fondets aksjeinvesteringer plassert i europeiske selskaper. Aksjer notert i Storbritannia hadde en avkastning på 0,9 prosent. I lokal valuta var avkastningen 3,8 prosent. Dette er fondets største europeiske marked. 8,7 prosent av aksjeinvesteringene var plassert her.

Aksjer i Asia og Oseania hadde en avkastning på -0,1 prosent og utgjorde 21,9 prosent av fondets aksjeinvesteringer. Avkastningen for japanske aksjer var på 0,0 prosent, tilsvarende -2,2 prosent



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



Kilde: Bloomberg

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



Kilde: FTSE Russell

målt i lokal valuta. Japanske aksjer utgjorde 8,3 prosent av aksjeinvesteringene.

Aksjer i fremvoksende markeder hadde en avkastning på 0,6 prosent i kvartalet. Til sammen var 11,1 prosent av fondets aksjeinvesteringer plassert i fremvoksende markeder. Det kinesiske aksjemarkedet fikk en avkastning på -4,0 prosent. Totalt var 3,8 prosent av fondets aksjeinvesteringer plassert her.

Sterkest avkastning for industriselskaper

Industriselskaper hadde den sterkeste avkastningen i kvartalet, med 4,5 prosent. Avkastningen var drevet av sterk inntjening blant selskapene i sektoren.

Konsumvareselskaper fikk en avkastning på 4,4 prosent i kvartalet, drevet av fortsatt sterk

etterspørsel etter forbruksvarer. Sterkere enn forventet etterspørsel etter luksusvarer i Kina var også en positiv bidragsyter til sektorens avkastning i kvartalet.

Kraft- og vannforsyningsselskaper hadde en avkastning på 3,9 prosent. Lavere lange renter i de globale finansmarkedene, spesielt i Europa og USA, bidro positivt til avkastningen i sektoren.

Alle sektorer, unntatt sektoren olje og gass, steg i kvartalet. Olje- og gasselskaper hadde en avkastning på -1,0 prosent. En nedgang i oljeprisen kombinert med prissvingninger hadde negativ innvirkning på avkastningen. Oljeprisen falt kraftig fra midten av april til midten av juni, drevet av høyere lagertall og bekymring rundt etterspørselen.

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

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

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

Tabell 2 Fondets største aksjebeholdninger per 30. juni 2019. Millioner kroner

Selskap	Land	Beholdning
Microsoft Corp	USA	85 370
Apple Inc	USA	79 226
Amazon.com Inc	USA	69 178
Nestle SA	Sveits	69 138
Alphabet Inc	USA	60 297
Royal Dutch Shell PLC	Storbritannia	54 828
Roche Holding AG	Sveits	46 271
Novartis AG	Sveits	42 815
Facebook Inc	USA	42 530
Berkshire Hathaway Inc	USA	37 175

Enkeltinvesteringer

Investeringen i teknologiselskapet Microsoft Corp bidro mest positivt til avkastningen i andre kvartal, fulgt av investeringene i konsumvare-selskapet Nestlé SA og teknologiselskapet Facebook Inc. Enkeltelskapene som bidro mest negativt til avkastningen, var teknologiselskapet Alphabet Inc, eiendomsselskapet Deutsche Wohnen SE og teknologiselskapet Intel Corp.

Fondet deltok i 68 børsnoteringer i kvartalet. Den største børsnoteringen i markedet der fondet kjøpte aksjer, var i konsumtjeneste-selskapet Uber Technologies Inc, helseselskapet Avantor Inc og teknologiselskapet Pinterest Inc. Fondets største deltakelser i børsnoteringer var i Uber Technologies Inc, Avantor Inc og finansselskapet Tradeweb Markets Inc.

Eiendom

Fondets samlede investeringer i eiendom utgjorde 3,7 prosent av fondet ved utgangen av andre kvartal. Avkastningen var -1,2 prosent i kvartalet. I forvaltningen er unoterte og noterte eiendomsinvesteringer forvaltet som en samlet strategi for eiendom.

Investeringene i unotert eiendom utgjorde 72,3 prosent av eiendomsinvesteringene og fikk i kvartalet en avkastning på 0,8 prosent.

Avkastningen på fondets unoterte eiendomsinvesteringer påvirkes av leieinntekter, driftskostnader, verdiendringer på eiendom og gjeld, endringer i valutakurser og transaksjonskostnader for kjøp og salg av eiendom. Løpende leieinntekter fratrukket driftskostnader bidro positivt til resultatet med 0,9 prosentpoeng målt i lokal valuta. Verdiendringer på eiendom og gjeld bidro med 0,4 prosentpoeng målt i lokal valuta.

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

Valutaendringer hadde en påvirkning på avkastningen med -0,5 prosentpoeng i andre kvartal.

I april forlenget partnerskapet mellom Norges Bank Investment Management, Trinity Church Wall Street og Hines eierskapsavtalen i Hudson Square-porteføljen i New York fra de gjenstående 72 år til en varighet på 99 år. Vi betalte 98 millioner dollar, tilsvarende 831 millioner kroner, for den utvidede eierandelen i porteføljen. Som en del av transaksjonen inngikk avtaler om å kjøpe en andel på 48 prosent i to nye eiendommer som skal oppføres. Disse vil bli kjøpt etter at oppføringen av eiendommene er gjennomført.

I april annonserte fondet kjøp av syv logistikk-eiendommer i USA, Spania og Nederland i samarbeid med Prologis. Fondet betalte 55,6 millioner dollar, tilsvarende rundt

481 millioner kroner, for en eierandel på 45 prosent i eiendommen i USA. I tillegg betalte vi til sammen 69,1 millioner euro, tilsvarende rundt 669 millioner kroner, for eierandeler på 50 prosent i de seks bygningene i Spania og Nederland.

I juni annonserte fondet salg av kontoreiendommen «Die Welle» i Frankfurt. Fondet vil motta 310 millioner euro, tilsvarende rundt 3,0 milliarder kroner, for sin eierandel på 50 prosent. Eiendommen ble kjøpt i 2013 i partnerskap med AXA France.

Børsnotert eiendom utgjorde 27,7 prosent av eiendomsinvesteringene ved utgangen av andre kvartal og fikk i kvartalet en avkastning på -6,1 prosent.

Tabell 3 Verdien av eiendomsinvesteringene per 30. juni 2019. Millioner kroner

	Verdi ¹
Unoterte eiendomsinvesteringer	246 880
Børsnoterte eiendomsinvesteringer	94 567
Samlede eiendomsinvesteringer	341 447

¹ Inkludert bankinnskudd og andre fordringer.

Tabell 4 Avkastning på unoterte eiendomsinvesteringer i andre kvartal 2019. Prosentpoeng

	Avkastning
Leieinntekter	0,9
Verdiendringer	0,4
Transaksjonskostnader	0,0
Resultat av valutajusteringer	-0,5
Totalt	0,8

Renter

Renteinvesteringene utgjorde 28,0 prosent av fondet ved utgangen av andre kvartal og fikk en avkastning på 3,1 prosent. Utviklingen i rentemarkedene i årets første kvartal, der vi så lavere renter, fortsatte i andre kvartal. Betydelige lettelse i pengepolitikk var priset inn i de fleste markedene hvor fondet er investert. De fleste modeller som estimerer terminpremier, viser nå negative terminpremier for rentepapirer med lengre løpetider.

Sterkest avkastning for euro-denominerte statsobligasjoner

Statsobligasjoner fikk en avkastning på 3,1 prosent og utgjorde 53,4 prosent av fondets renteinvesteringer ved utgangen av kvartalet. Fondets tre største beholdninger av statsobligasjoner besto av obligasjoner utstedt av USA, Japan og Tyskland.

Amerikanske statsobligasjoner fikk en avkastning på 2,7 prosent. I lokal valuta var avkastningen 3,2 prosent. Amerikanske statsobligasjoner sto for 21,6 prosent av renteinvesteringene og var fondets største beholdning av statsgjeld fra en enkeltutsteder. Ved utgangen av kvartalet var det priset inn kutt i den amerikanske sentralbankens styringsrente dette året, og ytterligere kutt i 2020.

Euro-denominerte statsobligasjoner, som utgjorde 10,8 prosent av renteinvesteringene, fikk en avkastning på 4,6 prosent. I lokal valuta var avkastningen 3,7 prosent. Den europeiske sentralbanken har signalisert villighet til både å senke renten videre fra dagens nivå, samt utvide bruken av egen balanse for å nå inflasjonsmålet på nær 2 prosent i eurosone.

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

Sektor	Avkastning	Andel av renteinvesteringene ¹
Statsobligasjoner ²	3,1	53,4
Statsrelaterte obligasjoner ²	2,7	13,6
Realrenteobligasjoner ²	2,6	5,7
Selskapsobligasjoner	3,4	23,6
Pantesikrede obligasjoner	1,8	6,1

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

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

Tabell 6 Fondets største obligasjonsbeholdninger per 30. juni 2019. Millioner kroner

Utsteder	Land	Beholdning
Amerikanske stat	USA	650 308
Japanske stat	Japan	185 108
Tyske stat	Tyskland	91 036
Britiske stat	Storbritannia	62 875
Spanske stat	Spania	56 086
Franske stat	Frankrike	55 721
Sørkoreanske stat	Sør-Korea	42 676
Meksikanske stat	Mexico	41 167
Italienske stat	Italia	35 662
Kreditanstalt für Wiederaufbau	Tyskland	34 575

Britiske statsobligasjoner, som utgjorde 2,4 prosent av renteinvesteringene, fikk en avkastning på -1,5 prosent. I lokal valuta var avkastningen 1,4 prosent. Den fortsatte usikkerheten rundt Storbritannias utmeldelse fra EU gjør at markedet priset inn stor sannsynlighet for pengepolitiske lettelser i Storbritannia.

Japanske statsobligasjoner, som utgjorde 7,0 prosent av renteinvesteringene, fikk en avkastning på 2,8 prosent. I lokal valuta var avkastningen 0,6 prosent. Den japanske sentralbanken holder tiårsrenten nær null som en del av pengepolitikken, og rentenedgangen var dermed mindre markant sammenlignet med andre markeder.

Fondet er også investert i obligasjoner fra statsrelaterte institusjoner som Kreditanstalt für Wiederaufbau, Canada Mortgage & Housing Corp og Province of Ontario. Statsrelaterte

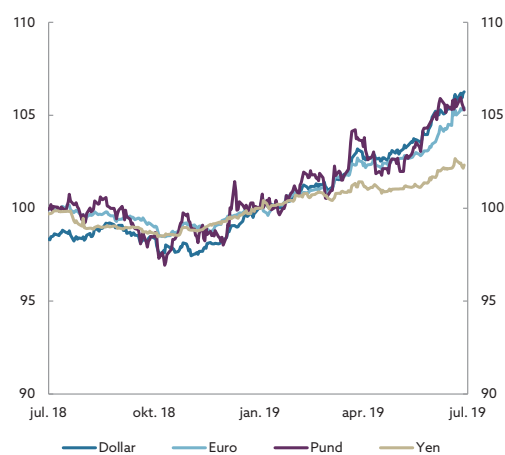
obligasjoner hadde en avkastning på 2,7 prosent og utgjorde 13,6 prosent av renteinvesteringene.

Selskapsobligasjonene fikk en avkastning på 3,4 prosent og utgjorde 23,6 prosent av fondets renteinvesteringer ved utgangen av kvartalet. Lavere renter og en moderat nedgang i kredittpremien bidro til avkastningen.

Fondets pantesikrede obligasjoner, som hovedsakelig besto av obligasjoner med fortrinnsrett denominert i euro, utgjorde 6,1 prosent av fondets renteinvesteringer og fikk en avkastning på 1,8 prosent.

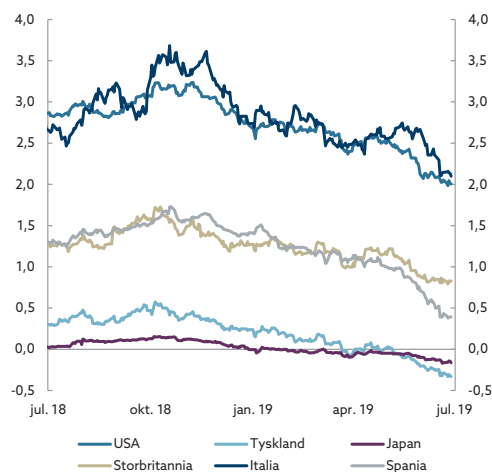
Realrenteobligasjoner fikk en avkastning på 2,6 prosent og utgjorde 5,7 prosent av fondets renteinvesteringer. Forskjellen mellom realrenter og nominelle renter ble mindre i kvartalet. Det kan være et tegn på at markedsforventningene til fremtidig inflasjon er lavere.

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



Kilde: Bloomberg Barclays Indices

Figur 4 Utviklingen i rentene på tiårige statsobligasjoner. Prosent



Kilde: Bloomberg

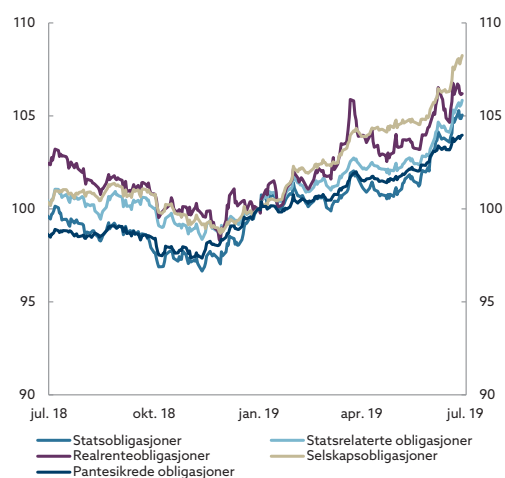
Endringer i beholdningen av rentepapirer

Investeringer i dollar, euro, pund og yen utgjorde 82,7 prosent av renteinvesteringene ved utgangen av andre kvartal, likt som ved inngangen til kvartalet.

Markedsverdien av investeringene i rentepapirer i fremvoksende lands valutaer utgjorde 7,9 prosent av investeringene, mot 8,1 prosent i forrige kvartal.

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

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



Kilde: Bloomberg Barclays Indices

Tabell 7 Fondets obligasjoner per 30. juni 2019 fordelt etter kredittvurdering. Prosent av beholdningen

	AAA	AA	A	BBB	Lavere vurdering	Totalt
Statsobligasjoner	27,8	6,9	11,9	4,1	1,6	52,2
Statsrelaterte obligasjoner	5,6	5,4	1,7	0,6	0,0	13,3
Realrenteobligasjoner	4,4	0,7	0,2	0,2	0,0	5,6
Selskapsobligasjoner	0,3	1,5	9,2	11,9	0,3	23,0
Pantesikrede obligasjoner	4,8	0,9	0,1	0,1	0,0	5,9
Totalt	42,8	15,4	23,1	16,8	2,0	100,0

Forvaltningen

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

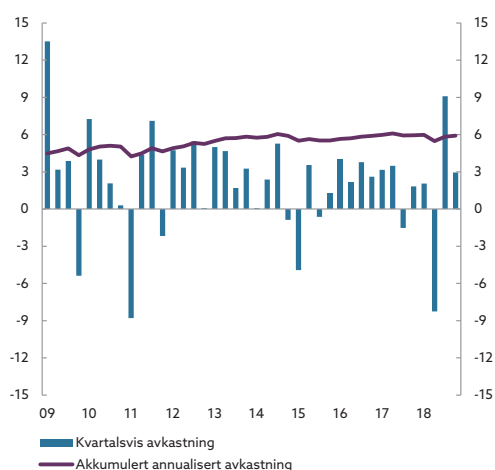
Avkastningen på fondet måles mot en referanseindeks som er fastsatt av Finansdepartementet og består av en delindeks for aksjer og en delindeks for obligasjoner. Referanseindeksen fungerer som en overordnet ramme for markeds- og valutarisiko i forvaltningen og som en målestokk mot markedsindekser og fondets avkastning. For aksjer tar indeksen utgangspunkt i den globale All Cap-indeksen fra FTSE Russell. For obligasjoner er indekser fra Bloomberg Barclays Indices utgangspunktet.

I andre kvartal var fondets avkastning 0,19 prosentpoeng lavere enn avkastningen på referanseindeksen fra Finansdepartementet.

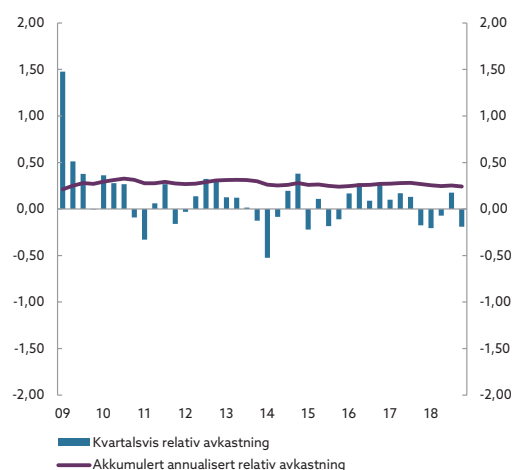
Fondet investerer i børsnoterte aksjer, obligasjoner og unotert eiendom. Når vi kjøper eiendom, selger vi obligasjoner og aksjer i et forhold som holder valutarisikoen uendret. Det settes egne referanseindekser for aksje- og renteforvaltningen som er justert for obligasjoner og aksjer som er solgt for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

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

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



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



Aksjeforvaltningen bidro med -0,05 prosentpoeng til fondets relative avkastning i andre kvartal. Aksjer innenfor sektorene industri og konsumvarer bidro mest negativt til mindreavkastningen i kvartalet, mens kraft- og vannforsyningssektoren bidro mest positivt. Fordelt på land var det aksjeinvesteringer i Sveits og Australia som bidro mest til det negative relative resultatet, mens britiske aksjer bidro mest positivt. En generell overvekt i verdi- og små selskaper i aksjeforvaltningen bidro negativt i kvartalet.

Renteforvaltningen bidro med 0,02 prosentpoeng til fondets relative avkastning. Fondet er investert mer enn fondets referanseindeks i fremvoksende land som Indonesia, Brasil og Sør-Afrika. Disse bidro positivt til forvaltningens relative avkastning i andre kvartal.

Eiendomsforvaltningen bidro med -0,16 prosentpoeng til fondets relative avkastning, målt mot

aksjene og obligasjonene som utgjør finansieringen til eiendomsforvaltningen. Både de unoterte og noterte eiendomsinvesteringene bidro til mindreavkastningen.

Det relative resultatet kan også påvirkes av en allokeringseffekt mellom forvaltningsområdene. I andre kvartal var bidraget fra denne effekten ubetydelig.

Fondets relative avkastning kan også brytes ned på aktivklasser, der børsnoterte eiendomsinvesteringer er inkludert i aksjeinvesteringene og investeringene i unotert eiendom måles mot referanseindeksen fra Finansdepartementet. Brutt ned på denne måten bidro aksjeinvesteringene med -0,17 prosentpoeng, renteinvesteringene med 0,03 prosentpoeng og de unoterte eiendomsinvesteringene med -0,06 prosentpoeng til fondets relative avkastning. Allokeringseffekten mellom aktivklassene var 0,01 prosentpoeng.

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

	Totalt
Aksjeforvaltningen	-0,05
Renteforvaltningen	0,02
Eiendomsforvaltningen	-0,16
Allokeringseffekt	0,00
Totalt	-0,19

Risiko

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

Forventet absolutt volatilitet for fondet, beregnet ved det statistiske målet standardavvik, bruker tre års prishistorikk for å anslå hvor mye den årlige avkastningen på fondets investeringer normalt kan forventes å svinge. Ved utgangen av andre kvartal var fondets forventede absolutte volatilitet på 8,0 prosent, eller om lag 730 milliarder kroner, mot 7,9 prosent ved inngangen til kvartalet.

Vi investerer i eiendom for å skape en bedre diversifisert portefølje. Vi forventer at eiendomsinvesteringene vil ha en annen avkastningsprofil enn aksjer og obligasjoner både på kort og på lengre sikt. Den relative risikoen dette innebærer, vil gi seg utslag i beregningene av forventet relativ volatilitet i forvaltningen. Siden det ikke finnes daglige priser for våre eiendomsinvesteringer, benytter vi en modell levert av MSCI for å beregne risikoen for fondets unoterte eiendomsinvesteringer.

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

Tabell 9 Risiko og eksponering for fondet

	Grenser fastsatt av Finansdepartementet	30.06.2019
Allokering	Aksjeporteføljen 60–80 prosent av fondet ¹	69,1
	Unotert eiendom inntil 7 prosent av fondet	2,7
	Obligasjonsporteføljen 20–40 prosent av fondet ¹	28,6
Markedsrisiko	1,25 prosentpoeng forventet relativ volatilitet for fondets investeringer	0,3
Kredittrisiko	Inntil 5 prosent av renteinvesteringene kan ha lavere kredittvurdering enn kategori BBB-	2,0
Eierandel	Maksimalt 10 prosent av stemmeberettigede aksjer i et børsnotert selskap i aksjeporteføljen ²	9,6

¹ Derivater er avbildet med den underliggende økonomiske eksponeringen.

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

forventet relativ volatilitet og måles mot fondets referanseindeks, som består av globale aksje- og obligasjonsindekser. Grensen for forventet relativ volatilitet for fondet er 1,25 prosentpoeng. Ved utgangen av kvartalet var den forventede relative volatiliteten i fondet 0,31 prosentpoeng.

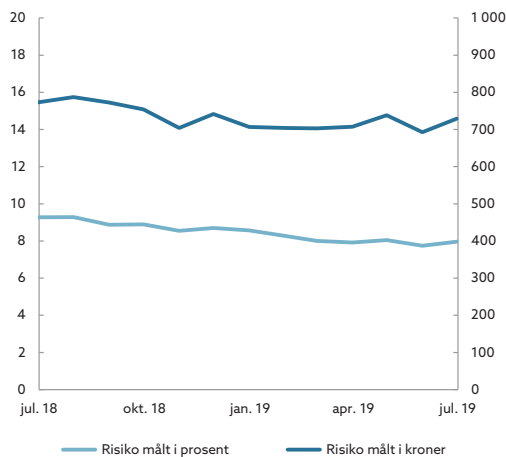
Hovedstyret i Norges Bank har satt en grense for forventet ekstremavviksrisiko mellom avkastningen på fondet og tilhørende referanseindeks. Forvaltningen skal legges opp slik at forventet negativ relativ avkastning i ekstreme situasjoner ikke skal overstige 3,75 prosentpoeng. Ved utgangen av andre kvartal var ekstremavviksrisikoen på 1,41 prosentpoeng.

Operasjonell risikostyring

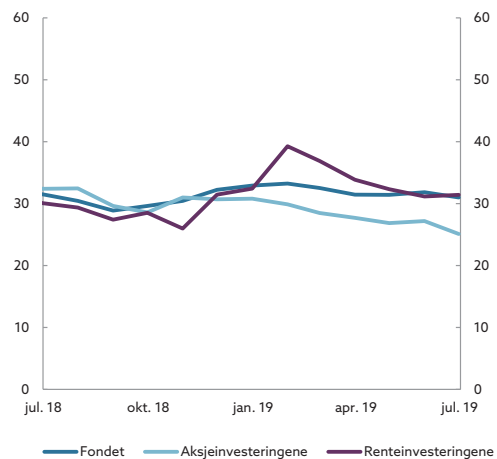
Norges Banks hovedstyre fastsetter rammene for operasjonell risikostyring og internkontroll i Norges Bank Investment Management. Hovedstyret har bestemt at det i løpet av en tolv måneders periode skal være mindre enn 20 prosent sannsynlighet for at operasjonelle risikofaktorer vil føre til en finansiell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

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

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



Figur 9 Forventet relativ volatilitet for fondet. Basispunkter



I kvartalet ble det registrert 86 uønskede operasjonelle hendelser. Samlet sett ga hendelsene en estimert finansiell effekt på 12,5 millioner kroner.

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

Ansvarlig forvaltning

Ansvarlig forvaltning støtter fondets målsetting på to måter. For det første søker vi å fremme langsiktig økonomisk utvikling i våre investeringer. For det andre søker vi å redusere den finansielle risikoen forbundet med den miljømessige og sosiale atferden til selskaper vi er investert i. Derfor vurderer vi forhold knyttet til selskapsstyring og bærekraft som kan ha innvirkning på fondets avkastning over tid. Vi integrerer disse problemstillingene i vårt arbeid med prinsipper og standarder, i vårt langsiktige eierskap og i vår investeringsvirksomhet.

Sette prinsipper

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

Som investor er det viktig at selskapene vi er investert i rapporterer oppdaterte data av høy kvalitet og at vi får tilgang til informasjon om selskapsstyring og bærekraft. I et brev til PRI

Association ga vi tilbakemelding på vår erfaring med deres rammeverk for rapportering. Vi har støttet de seks PRI-prinsippene siden de ble utarbeidet. I brevet ytret vi støtte til tiltak for å forenkle og forbedre rapportering fra medlemmene. Vi uttrykte samtidig noen motforestillinger mot å legge opp til at medlemmene også forventes å rapportere om hvilke samfunns- og miljømessige utfall investeringsvirksomheten bidrar til. Vi anser at et slikt generelt premiss for rapporteringen ikke følger av PRIs prinsipper og vil være vanskelig å praktisere.

Vi sendte også et brev til the Corporate Reporting Dialogue der vi fremhevet behovet for mer standardisert rapportering av finansielt relevant bærekraftinformasjon. De arbeider for å harmonisere ledende standarder og med det også redusere rapporteringsbyrden for selskaper.

Som investor har vi tydelige forventninger til selskaper om skatt og åpenhet. I løpet av kvartalet deltok vi i en høring om inntektsskatt. Vi sendte et brev til Financial Accounting Standard Boards hvor vi uttrykte støtte til forslagene om endringer i rapportering av skatt på inntekter i årsregnskapet. Vi påpekte nytten vi som investor har av åpen rapportering om hvor mye skatt selskaper betaler til ulike skattemyndigheter og fremhevet at denne type rapportering bør integreres i årsregnskapet. Vi understreket også nytten av informasjon om endringer i skattelovgivning.

Utøve eierskap

Stemmegivning er et av de viktigste virkemidlene vi har for å utøve eierrettighetene våre. Vi stemte ved 6 918 generalforsamlinger i andre kvartal. I løpet av kvartalet vurderte og stemte vi på 81 237 forslag. Andre kvartal er den mest travle sesongen for stemmegivning, og rundt to tredjedeler av alle generalforsamlingene finner sted i dette kvartalet.

Vi offentliggjør stemmeintensjoner for å tydeliggjøre vårt syn på prinsipielle forhold i forkant av generalforsamlingen for utvalgte selskaper. Vi stemmer årlig på rundt 45 000 styremedlemmer. I løpet av kvartalet annonserte vi vår forhåndsstøtte til et aksjonærforslag som ba om at styremedlemmer velges på årlig basis i Kellogg Company. For å holde styret til ansvar må aksjonærene med jevne mellomrom kunne stemme på styremedlemmene. Dette standpunktet er en viktig del av våre stemmeretningslinjer. I tillegg offentliggjorde vi vår forhåndsstemme i Grupo Mexico S.A.B. de C.V. der vi annonserte at vi ville stemme mot forslaget om å velge styremedlemmene fordi navnet på kandidatene ikke er offentliggjort og fordi eierne ikke kan stemme på dem individuelt. For å stemme frem effektive styre må vi vite hvem kandidatene er, vurdere dem og stemme på hver enkelt.

I tillegg annonserte vi vår støtte til aksjonærforslaget som ba om rapportering om hvordan Pilgrim's Pride Corporation forholder seg til økt regulatorisk, samfunnsmessig og konkurransemessig oppmerksomhet rundt vannforurensing fra selskapets egne og innleide anlegg, samt leverandører. Vi mener at selskap bør offentliggjøre sin strategi for vannforvaltning og relaterte utfordringer og muligheter, samt identifisere og følge opp vannrelatert risiko. I tillegg bør de sette seg relevante mål om vannforbruk og utslippskvalitet og rapportere på fremgang mot slike mål. Vårt syn tar utgangspunkt i våre forventninger om vannforvaltning.

Vi hadde 868 selskapsmøter i andre kvartal. I 50,1 prosent av disse møtene tok vi opp forhold knyttet til selskapsstyring eller bærekraft. De viktigste forholdene vi tok opp gjaldt klimendringer, styrets sammensetning og lederavlønning.

Observasjon og utelukkelse

Norges Bank publiserte i løpet av kvartalet beslutningen om å oppheve utelukkelsene av selskapene Grupo Carso SAB de CV, General Dynamics Corp, Nutrien Ltd, Rio Tinto Ltd, Rio Tinto Plc, Walmart Inc og Wal-Mart de Mexico SAB de CV fra Statens pensjonsfond utland.

Opphevelse av utelukkelse innebærer at Statens pensjonsfond utland kan investeres i selskapene. Finansdepartementet fastsetter datoer for gjeninkludering av verdipapirer i fondets referanseindeks. Hvorvidt og eventuelt når kjøp av verdipapirer skal foregå, er opp til Norges Bank å beslutte.

Hovedtall

Tabell 10 Avkastningstall. Målt i fondets valutakurv. Prosent

	2. kv. 2019	1. kv. 2019	4. kv. 2018	3. kv. 2018	2. kv. 2018
Aksjeinvesteringer	2,99	12,22	-12,63	3,15	2,70
Unoterte eiendomsinvesteringer	0,80	1,72	1,08	1,89	1,85
Renteinvesteringer	3,07	2,87	1,28	-0,33	-0,02
Fondets avkastning	2,95	9,10	-8,26	2,05	1,83
Fondets relative avkastning (prosentpoeng)	-0,19	0,18	-0,07	-0,21	-0,17
Forvaltningskostnader	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01
Fondets avkastning etter forvaltningskostnader	2,94	9,08	-8,27	2,04	1,82

Tabell 11 Historiske nøkkeltall per 30. juni 2019. Annualiserte tall målt i fondets valutakurv

	Siden 01.01.1998	Siste 15 år	Siste 10 år	Siste 5 år	Siste 12 måneder
Fondets avkastning (prosent)	5,91	6,41	8,83	6,17	5,16
Årlig prisvekst (prosent)	1,79	1,87	1,73	1,35	1,58
Årlige forvaltningskostnader (prosent)	0,08	0,08	0,07	0,05	0,05
Fondets netto realavkastning (prosent)	3,97	4,38	6,91	4,69	3,48
Fondets faktiske standardavvik (prosent)	7,47	8,09	7,46	7,11	11,08
Fondets relative avkastning (prosentpoeng) ¹	0,24	0,15	0,42	0,05	-0,32
Fondets faktiske relative volatilitet (prosentpoeng) ¹	0,67	0,76	0,44	0,35	0,29
Fondets informasjonsrate (IR) ^{1,2}	0,38	0,23	0,91	0,16	-1,00

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

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

Tabell 12 Nøkkeltall. Milliarder kroner

	2. kv. 2019	1. kv. 2019	4. kv. 2018	3. kv. 2018	2. kv. 2018
Markedsverdi					
Aksjeinvesteringer	6 348	6 186	5 477	5 732	5 566
Unoterte eiendomsinvesteringer	247	247	246	226	220
Renteinvesteringer	2 567	2 505	2 533	2 520	2 551
Fondets markedsverdi ¹	9 162	8 938	8 256	8 478	8 337
Påløpt, ikke betalt, forvaltningsgodtgjøring ¹	-2	-1	-5	-4	-3
Eiers kapital ¹	9 160	8 937	8 251	8 474	8 335
Tilførsel/uttak av kapital ²	6	8	29	12	-2
Utbetalt forvaltningsgodtgjøring ²	0	-5	0	0	0
Fondets avkastning	256	738	-655	174	167
Endring som følge av svingninger i kronekursen	-38	-60	405	-46	47
Endring i markedsverdien	224	682	-222	140	213
Verdiutvikling f.o.m. første tilførsel i 1996					
Samlet tilførsel av kapital ³	3 382	3 376	3 371	3 341	3 328
Avkastning av aksjeinvesteringer	3 383	3 203	2 545	3 234	3 059
Avkastning av unoterte eiendomsinvesteringer	76	73	69	66	62
Avkastning av renteinvesteringer	1 202	1 128	1 052	1 021	1 027
Samlet forvaltningsgodtgjøring ⁴	-46	-45	-44	-43	-42
Endring som følge av svingninger i kronekursen	1 165	1 203	1 263	858	904
Fondets markedsverdi	9 162	8 938	8 256	8 478	8 337
Samlet avkastning	4 660	4 404	3 666	4 321	4 147
Samlet avkastning etter forvaltningskostnader	4 614	4 359	3 622	4 278	4 105

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

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

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

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

Regnskaps- rapportering

REGNSKAP

Sammendrett delårsrapportering

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

NOTER

Noter til sammendrett delårsrapportering

Note 1	Generell informasjon _____	27
Note 2	Regnskapsprinsipper _____	28
Note 3	Avkastning _____	29
Note 4	Inntekt/kostnad fra aksjer, obligasjoner og finansielle derivater _____	30
Note 5	Beholdninger av aksjer, obligasjoner og finansielle derivater _____	31
Note 6	Unotert eiendom _____	33
Note 7	Måling til virkelig verdi _____	37
Note 8	Investeringsrisiko _____	42
Note 9	Gevinst/tap valuta _____	47
Note 10	Forvaltningskostnader _____	48

REVISOR

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

Resultatregnskap

Beløp i millioner kroner	Note	2. kvartal 2019	2. kvartal 2018	Hittil i år 30.06.2019	Hittil i år 30.06.2018	2018
Resultat fra porteføljen før gevinst/tap valuta						
Inntekt/kostnad fra:						
- Aksjer	4	181 116	167 545	844 801	-2 436	-517 214
- Obligasjoner	4	73 067	-3 781	144 959	-10 084	14 568
- Unotert eiendom	6	3 467	3 989	6 862	8 797	16 421
- Finansielle derivater	4	34	607	807	1 538	2 819
- Utlån med sikkerhetsstillelse		951	1 491	2 112	2 812	4 733
- Innlån med sikkerhetsstillelse		-105	-445	-635	-849	-1 466
Skattekostnad		-2 281	-2 245	-4 321	-3 184	-5 050
Renteinntekt/kostnad		20	-5	38	-3	10
Annen inntekt/kostnad		-	-5	-	-2	-13
Porteføljeresultat før gevinst/tap valuta		256 268	167 152	994 622	-3 410	-485 192
Gevinst/tap valuta	9	-38 048	47 171	-97 884	-135 496	223 611
Porteføljeresultat		218 220	214 323	896 738	-138 906	-261 581
Forvaltningsgodtgjøring	10	-884	-1 138	-2 099	-2 508	-4 544
Resultat og totalresultat		217 336	213 184	894 639	-141 414	-266 126

Balanse

Beløp i millioner kroner	Note	30.06.2019	31.12.2018
Eiendeler			
Innskudd i banker		12 323	11 561
Utlån med sikkerhetsstillelse		195 205	216 768
Avgitt kontantsikkerhet		503	1 806
Uoppgjorte handler		33 306	13 767
Aksjer	5	5 882 001	5 048 647
Utlånte aksjer	5	464 409	437 651
Obligasjoner	5	2 264 038	1 996 929
Utlånte obligasjoner	5	361 446	662 920
Finansielle derivater	5	3 248	3 576
Unotert eiendom	6	246 162	243 818
Andre eiendeler		5 368	3 448
Sum eiendeler		9 468 010	8 640 892
Gjeld og eiers kapital			
Innlån med sikkerhetsstillelse		217 370	360 105
Mottatt kontantsikkerhet		5 909	5 017
Uoppgjorte handler		80 713	15 565
Finansielle derivater	5	2 067	4 222
Annen gjeld		313	37
Skyldig forvaltningsgodtgjøring	10	2 099	4 544
Sum gjeld		308 470	389 491
Eiers kapital		9 159 540	8 251 401
Sum gjeld og eiers kapital		9 468 010	8 640 892

Kontantstrømoppstilling

Beløp i millioner kroner, innbetaling (+) / utbetaling (-)	Note	Hittil i år 30.06.2019	Hittil i år 30.06.2018	2018
Operasjonelle aktiviteter				
Innbetaling av utbytte fra aksjer		98 879	85 010	146 082
Innbetaling av renter fra obligasjoner		34 500	34 879	70 360
Innbetaling av renter og utbytte fra unotert eiendom	6	1 978	2 956	5 822
Netto innbetaling av renter og honorar fra utlån og innlån med sikkerhetsstillelse		1 363	1 846	3 330
<i>Innbetalinger av utbytte, renter og honorar fra beholdninger i aksjer, obligasjoner og unotert eiendom</i>		<i>136 720</i>	<i>124 691</i>	<i>225 594</i>
Netto kontantstrøm ved kjøp og salg av aksjer		-172 432	-75 425	-345 478
Netto kontantstrøm ved kjøp og salg av obligasjoner		121 121	-43 242	36 052
Netto kontantstrøm til/fra investeringer i unotert eiendom	6	-1 334	1 569	-8 638
Netto kontantstrøm finansielle derivater		-1 169	7 551	11 494
Netto kontantstrøm kontantsikkerhet ved derivattransaksjoner		2 619	1 390	-1 685
Netto kontantstrøm utlån og innlån med sikkerhetsstillelse		-87 263	1 657	59 834
Netto utbetaling av skatt		-6 963	-4 487	-4 343
Netto kontantstrøm knyttet til renter på innskudd i banker og kassekreditt		24	-9	-14
Netto kontantstrøm knyttet til annen inntekt/kostnad, andre eiendeler og annen gjeld		-72	-207	263
Utbetaling forvaltningsgodtgjøring til Norges Bank ¹	10	-4 544	-4 728	-4 728
Netto innbetaling/utbetaling fra operasjonelle aktiviteter		-13 294	8 760	-31 650
Finansieringsaktiviteter				
Tilførsel fra den norske stat ²		14 282	1 762	42 320
Uttak fra den norske stat ²		-	-9 799	-9 799
Netto innbetaling/utbetaling fra finansieringsaktiviteter		14 282	-8 037	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		987	723	870
Netto gevinst/tap valuta på kontanter		-225	1 271	-336
Innskudd i banker per periodens slutt		12 323	13 021	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	-	-141 414	-141 414
Tilførsel i perioden ¹	1 850	-	1 850
Uttak i perioden ¹	-9 400	-	-9 400
30. juni 2018	3 324 990	5 009 773	8 334 763
1. juli 2018	3 324 990	5 009 773	8 334 763
Resultat og totalresultat	-	-124 712	-124 712
Tilførsel i perioden	41 350	-	41 350
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	-	894 639	894 639
Tilførsel i perioden ¹	13 500	-	13 500
30. juni 2019	3 379 840	5 779 700	9 159 540

¹ I de to første kvartalene av 2019 ble 13,5 milliarder kroner tilført kronekontoen. Av dette ble 4,5 milliarder kroner benyttet til å betale skyldig forvaltningsgodtgjøring for 2018 og 9,0 milliarder kroner ble overført til investeringsporteføljen. I de to første kvartalene av 2018 ble netto 12,3 milliarder kroner trukket fra kronekontoen. Av dette ble 4,7 milliarder kroner benyttet til å betale skyldig forvaltningsgodtgjøring for 2017.

Norges Banks hovedstyre
Oslo, 14. august 2019



Øystein Olsen
leder av hovedstyret



Jon Nicolaisen
første nestleder for hovedstyret



Egil Matsen
andre nestleder for hovedstyret



Kristine Ryssdal
styremedlem



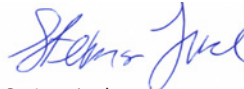
Kjetil Storesletten
styremedlem



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 andre kvartal 2019, som kun omfatter regnskapsrapporteringen for SPU, ble godkjent av hovedstyret 14. august 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 andre 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

	2. kvartal 2019	2. kvartal 2018	Hittil i år 30.06.2019	Hittil i år 30.06.2018	2018
Avkastning målt i fondets valutakurv (prosent)					
Aksjeinvesteringenes avkastning	2,99	2,70	15,57	0,42	-9,49
Renteinvesteringenes avkastning	3,07	-0,02	6,03	-0,39	0,56
Unotert eiendoms avkastning	0,80	1,85	2,54	4,40	7,53
Fondets avkastning	2,95	1,83	12,32	0,27	-6,12
Fondets relative avkastning (prosentpoeng)	-0,19	-0,17	-0,03	-0,04	-0,30
Avkastning målt i norske kroner (prosent)					
Aksjeinvesteringenes avkastning	2,48	3,52	14,07	-1,49	-6,56
Renteinvesteringenes avkastning	2,56	0,77	4,65	-2,29	3,82
Unotert eiendoms avkastning	0,30	2,66	1,20	2,42	11,02
Fondets avkastning	2,44	2,64	10,86	-1,63	-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	2. kvartal 2019	2. kvartal 2018	Hittil i år 30.06.2019	Hittil i år 30.06.2018	2018
Utbytte	62 518	57 669	101 590	87 835	147 630
Realisert gevinst/tap	19 140	49 855	46 782	127 633	190 643
Urealisert gevinst/tap	99 457	60 021	696 428	-217 904	-855 488
Inntekt/kostnad fra aksjer før gevinst/tap valuta	181 116	167 545	844 801	-2 436	-517 214

Tabell 4.2 Spesifikasjon Inntekt/kostnad fra obligasjoner

Beløp i millioner kroner	2. kvartal 2019	2. kvartal 2018	Hittil i år 30.06.2019	Hittil i år 30.06.2018	2018
Renter	16 365	17 215	32 852	33 661	69 505
Realisert gevinst/tap	8 083	-1 691	9 747	-5 711	-17 918
Urealisert gevinst/tap	48 619	-19 305	102 359	-38 034	-37 020
Inntekt/kostnad fra obligasjoner før gevinst/tap valuta	73 067	-3 781	144 959	-10 084	14 568

Tabell 4.3 Spesifikasjon av Inntekt/kostnad fra finansielle derivater

Beløp i millioner kroner	2. kvartal 2019	2. kvartal 2018	Hittil i år 30.06.2019	Hittil i år 30.06.2018	2018
Renter	9	49	228	311	541
Realisert gevinst/tap ¹	-11	459	563	1 045	2 187
Urealisert gevinst/tap	36	99	16	182	91
Inntekt/kostnad fra finansielle derivater før gevinst/tap valuta	34	607	807	1 538	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	30.06.2019		31.12.2018	
	Virkelig verdi inkl. opptjent utbytte	Opptjent utbytte	Virkelig verdi inkl. opptjent utbytte	Opptjent utbytte
Aksjer	6 346 410	10 370	5 486 298	7 659
Sum aksjer	6 346 410	10 370	5 486 298	7 659
<i>Herav utlånte aksjer</i>	464 409		437 651	

Tabell 5.2 Obligasjoner

Beløp i millioner kroner	30.06.2019			31.12.2018		
	Nominell verdi	Virkelig verdi inkl. opptjente renter	Opp-tjente renter	Nominell verdi	Virkelig verdi inkl. opptjente renter	Opp-tjente renter
Statsobligasjoner	1 258 844	1 369 698	9 329	1 370 667	1 433 456	9 859
Statsrelaterte obligasjoner	327 609	349 090	1 839	325 968	336 579	1 917
Realrenteobligasjoner	135 997	146 060	434	135 717	139 396	398
Selskapsobligasjoner	576 782	604 587	5 175	616 264	609 314	6 031
Pantesikrede obligasjoner	159 744	156 050	719	138 121	141 105	938
Sum obligasjoner	2 458 975	2 625 484	17 497	2 586 737	2 659 849	19 144
<i>Herav utlånte obligasjoner</i>		361 446			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	30.06.2019			31.12.2018		
	Pålydende verdi	Virkelig verdi		Pålydende verdi ¹	Virkelig verdi	
		Eiendel	Gjeld		Eiendel	Gjeld
Valutaderivater	192 288	2 178	1 459	225 766	3 022	3 863
Rentederivater	27 204	981	607	25 693	504	358
Aksjederivater ²	-	89	-	-	50	-
Børsnoterte futureskontrakter ³	15 183	-	-	35 861	-	-
Sum finansielle derivater	234 675	3 248	2 067	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	2. kvartal 2019	2. kvartal 2018	Hittil i år 30.06.2019	Hittil i år 30.06.2018	2018
Innbetaling av renter og utbytte fra unotert eiendom	815	1 908	1 978	2 956	5 822
Urealisert gevinst/tap	2 651	2 081	4 884	5 841	10 599
Inntekt/kostnad fra unotert eiendom før gevinst/tap valuta	3 467	3 989	6 862	8 797	16 421

Tabell 6.2 Balanseendringer unotert eiendom

Beløp i millioner kroner	30.06.2019	31.12.2018
Unotert eiendom per 1. januar	243 818	217 160
Netto kontantstrøm til/fra investeringer i unotert eiendom	1 334	8 638
Urealisert gevinst/tap	4 884	10 599
Gevinst/tap valuta	-3 874	7 421
Unotert eiendom, utgående balanse for perioden	246 162	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 30.06.2019	Hittil i år 30.06.2018	2018
Renter og utbytte fra ordinær drift	1 971	2 197	4 440
Renter og utbytte fra salg	7	759	1 381
Innbetaling av renter og utbytte fra unotert eiendom	1 978	2 956	5 822
Utbetaling til nye eiendomsinvesteringer	-1 728	-478	-12 710
Innbetaling fra salg	-	1 988	4 717
Utbetaling til utvikling av bygninger	-570	-548	-1 562
Innbetaling fra ordinær drift	638	607	1 430
Netto inn-/utbetaling ekstern gjeld	326	-	-513
Netto kontantstrøm til/fra investeringer i unotert eiendom	-1 334	1 569	-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 SPUs 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	2. kvartal 2019	2. kvartal 2018	Hittil i år 30.06.2019	Hittil i år 30.06.2018	2018
Netto leieinntekter	2 521	2 197	5 036	4 492	9 312
Ekstern eiendomsforvaltning - faste honorarer	-143	-127	-288	-264	-506
Ekstern eiendomsforvaltning - variable honorarer	-8	-8	-3	-52	-88
Intern eiendomsforvaltning - faste honorarer ¹	-15	-9	-31	-19	-38
Forvaltningskostnader innenfor rammen fra Finansdepartementet ²	-15	-25	-31	-44	-88
Andre driftskostnader, utenfor rammen fra Finansdepartementet	-27	-25	-37	-55	-94
Rentekostnader ekstern gjeld	-134	-128	-259	-251	-506
Betalbar skatt	-47	-91	-81	-144	-256
<i>Netto inntekt fra ordinær drift</i>	<i>2 132</i>	<i>1 784</i>	<i>4 305</i>	<i>3 663</i>	<i>7 736</i>
Realisert gevinst/tap - bygninger	-	239	1	169	1 212
Urealisert gevinst/tap - bygninger	1 679	1 649	3 122	4 830	7 807
Urealisert gevinst/tap - gjeld	-51	18	-181	258	233
Urealisert gevinst/tap - andre eiendeler og forpliktelser	-288	333	-381	-49	-176
<i>Realisert og urealisert gevinst/tap</i>	<i>1 340</i>	<i>2 239</i>	<i>2 563</i>	<i>5 208</i>	<i>9 077</i>
Dokumentavgift og tinglysningsgebyr	-	-19	-1	-19	-147
Due diligence og forsikring	-5	-16	-4	-55	-244
<i>Transaksjonskostnader ved kjøp og salg</i>	<i>-5</i>	<i>-34</i>	<i>-6</i>	<i>-74</i>	<i>-391</i>
Netto inntekt underliggende eiendomsselskaper	3 467	3 989	6 862	8 797	16 421

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

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

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

Tabell 6.5 Eiendeler og forpliktelser underliggende eiendomsselskaper

Beløp i millioner kroner	30.06.2019	31.12.2018
Bygninger	265 749	262 364
Ekstern gjeld	-18 483	-18 361
Netto andre eiendeler og forpliktelser ¹	-1 104	-185
Sum eiendeler og forpliktelser underliggende eiendomsselskaper	246 162	243 818

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



Avtaler om kjøp og salg av eiendom

36

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

Tabell 6.6 Annonserte avtaler om kjøp og salg av bygninger¹

Type	Eiendomsadresse	By	Eierandel i prosent	Valuta	Pris millioner i oppgitt valuta ²	Annonsert kvartal	Forventet gjennomføring
Kjøp	Schützenstrasse 26	Berlin	100,0	EUR	425	3. kv. 2017	4. kv. 2019
Kjøp	79 Avenue des Champs-Élysées	Paris	100,0	EUR	613	4. kv. 2018	4. kv. 2019
Salg	An der Welle 3-7 and 2-10	Frankfurt	50,0	EUR	310	2. kv. 2019	4. kv. 2019

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

² Oppgitt pris er for SPUs andel.

Norges Bank har også inngått 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 skjønsmessige vurderinger, særlig når

observerbare inndata ikke er tilgjengelig. For en oversikt over verdsettelsesmodeller og metoder, samt definisjoner og inndeling i de tre kategoriene i hierarkiet for virkelig verdi, se *note 7 Måling til virkelig verdi* i årsrapporten for 2018.

Vesentlig estimat

Nivå 3-investeringer består av instrumenter holdt til virkelig verdi, men som ikke handles eller prises i et aktivt marked. Virkelig verdi er fastsatt ved bruk av verdsettelsesteknikker som bruker modeller med betydelig bruk av ikke-observerbare inndata. Å fastsette forutsetninger som markedsdeltakere vil benytte ved prising av eiendelen eller forpliktelsen når observerbar markedsinformasjon ikke er tilgjengelig, innebærer betydelig utøvelse av skjønn.

Hierarkiet for virkelig verdi

Tabell 7.1 Investeringsporteføljen kategorisert per nivå i verdsettelseshierarkiet

Beløp i millioner kroner	Nivå 1		Nivå 2		Nivå 3		Totalt	
	30.06.2019	31.12.2018	30.06.2019	31.12.2018	30.06.2019	31.12.2018	30.06.2019	31.12.2018
Aksjer	6 301 958	5 450 137	44 251	35 808	200	353	6 346 410	5 486 298
Statsobligasjoner	1 302 168	1 331 386	67 530	102 070	-	-	1 369 698	1 433 456
Statsrelaterte obligasjoner	295 872	284 545	52 802	51 609	416	425	349 090	336 579
Realrenteobligasjoner	136 125	131 271	9 935	8 125	-	-	146 060	139 396
Selskapsobligasjoner	555 406	519 829	49 160	89 457	21	28	604 587	609 314
Pantesikrede obligasjoner	134 613	126 377	21 436	14 728	-	-	156 050	141 105
Sum obligasjoner	2 424 184	2 393 408	200 863	265 989	437	453	2 625 484	2 659 849
Finansielle derivater (eiendeler)	57	20	3 188	3 544	3	12	3 248	3 576
Finansielle derivater (gjeld)	-	-	-2 067	-4 222	-	-	-2 067	-4 222
Sum finansielle derivater	57	20	1 121	-678	3	12	1 181	-646
Unotert eiendom	-	-	-	-	246 162	243 818	246 162	243 818
Annet (eiendeler)¹	-	-	246 705	247 351	-	-	246 705	247 351
Annet (gjeld)²	-	-	-304 304	-380 724	-	-	-304 304	-380 724
Totalt	8 726 199	7 843 565	188 636	167 746	246 802	244 636	9 161 639	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 andre 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 (99,30 prosent) verdsatt basert på offisielle sluttkurser fra børs og klassifisert som nivå 1. En mindre andel aksjer (0,70 prosent) er klassifisert som nivå 2. Dette er hovedsakelig

aksjer hvor handel nylig er suspendert, eller illikvide beholdninger som ikke handles daglig. For noen få beholdninger (mindre enn 0,01 prosent) som ikke er notert eller hvor handel har vært suspendert over en lengre periode, benyttes ikke-observerbare inndata i vesentlig grad i verdsettelsen. Disse beholdningene er derfor klassifisert som nivå 3.

Obligasjoner

Majoriteten av obligasjonsbeholdningene (92,33 prosent) har observerbare markedskurser i aktive markeder og er klassifisert som nivå 1. 7,65 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 0,04 prosentpoeng sammenlignet med årsslutt 2018.

Andelen av obligasjoner klassifisert som nivå 1 har økt med 2,35 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 nivå 2 beholdninger redusert som følge av at en rekke statsobligasjoner klassifisert som nivå 2 ved årsslutt har forfalt i første halvår.

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	30.06.2019
Aksjer	353	46	-116	-	-84	36	-32	-3	200
Obligasjoner	453	-	-	-26	21	-	-3	-7	437
Finansielle derivater (eiendeler)	12	-	-	-	-7	-	-2	-	3
Unotert eiendom ¹	243 818	1 334	-	-	4 884	-	-	-3 874	246 162
Totalt	244 636	1 380	-116	-26	4 814	36	-37	-3 884	246 802

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 andre kvartal, en nedgang fra 3,0 prosent ved årsslutt 2018. SPU samlede beholdninger i nivå 3 av verdsettelseshierarkiet utgjorde 246 802 millioner kroner ved utgangen av andre kvartal, en økning på 2 166 millioner kroner fra årsslutt. Økningen skyldes i hovedsak investeringer i unotert eiendom, som i sin helhet er klassifisert som nivå 3.

Den relative andelen av aksjer klassifisert som nivå 3 er redusert med 0,01 prosentpoeng sammenlignet med årsslutt 2018. Reduksjonen skyldes hovedsakelig redusert verdi av aksjer som er suspendert fra handel. 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	Spesifisering nivå 3 per 30.06.2019	Sensiviteter 30.06.2019		Spesifisering av nivå 3 per 31.12.2018	Sensiviteter 31.12.2018	
		Ufordelaktige endringer	Fordelaktige endringer		Ufordelaktige endringer	Fordelaktige endringer
Aksjer	200	-66	66	353	-116	116
Statsrelaterte obligasjoner	416	-41	41	425	-43	43
Selskapsobligasjoner	21	-2	2	28	-3	3
Sum obligasjoner	437	-43	43	453	-45	45
Finansielle derivater (eiendeler)	3	-	-	12	-1	1
Unotert eiendom	246 162	-15 116	17 243	243 818	-14 627	17 888
Totalt	246 802	-15 225	17 352	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 15 116 millioner kroner eller 6,1 prosent (6,0 prosent ved årsslutt 2018). Under en fordelaktig endring vil en reduksjon i avkastningskrav på 0,2 prosentpoeng

og en økning i fremtidige leieinntekter på 2 prosent øke eiendomsporteføljens verdi med om lag 17 243 millioner kroner eller 7,0 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		
		30.06.2019	Marked	31.12.2018	30.06.2019	31.12.2018	30.06.2019	31.12.2018
Aksjer	Utviklet	88,8	Utviklet	89,0				
	USA	39,4	USA	38,4				
	Storbritannia	8,8	Storbritannia	9,4				
	Japan	8,3	Japan	8,8				
	Frankrike	5,1	Frankrike	5,1				
	Sveits	4,8	Tyskland	4,9				
	Sum andre	22,4	Sum andre	22,5				
	Fremvoksende	11,2	Fremvoksende	11,0				
	Kina	3,8	Kina	3,6				
	Taiwan	1,6	Taiwan	1,7				
	India	1,3	India	1,2				
	Brasil	1,0	Brasil	1,0				
	Sør-Afrika	0,7	Sør-Afrika	0,7				
	Sum andre	2,8	Sum andre	2,8				
Sum aksjer					69,29	66,34	6 347 987	5 477 159
Obligasjoner	Utviklet	92,1	Utviklet	91,8				
	Amerikanske dollar	44,9	Amerikanske dollar	44,6				
	Euro	26,3	Euro	26,1				
	Japanske yen	7,4	Japanske yen	7,7				
	Britiske pund	4,1	Britiske pund	4,2				
	Kanadiske dollar	3,6	Kanadiske dollar	3,3				
	Sum andre	5,9	Sum andre	5,9				
	Fremvoksende	7,9	Fremvoksende	8,2				
	Meksikanske peso	1,5	Meksikanske peso	1,7				
	Sørkoreanske won	1,3	Sørkoreanske won	1,3				
	Indonesiske rupiah	1,0	Indonesiske rupiah	1,1				
	Indiske rupi	0,7	Indiske rupi	0,7				
	Brasilianske real	0,7	Malaysiske ringgit	0,6				
	Sum andre	2,7	Sum andre	2,9				
Sum obligasjoner					28,02	30,68	2 566 772	2 532 774
Unotert eiendom	USA	47,8	USA	47,8				
	Storbritannia	22,0	Storbritannia	23,0				
	Frankrike	16,6	Frankrike	16,5				
	Tyskland	4,0	Sveits	3,7				
	Sveits	3,6	Tyskland	3,5				
	Sum andre	5,9	Sum andre	5,5				
Sum unotert eiendom					2,69	2,98	246 880	246 013

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

Ved utgangen av andre kvartal var aksjeandelen i fondet 69,3 prosent, mot 66,3 prosent ved årsslutt 2018. Obligasjonsporteføljens andel av fondet var 28,0 prosent, mot 30,7 prosent ved årsslutt. Unotert eiendoms andel av fondet var 2,7 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							
	30.06.2019	Min 2019	Maks 2019	Snitt 2019	31.12.2018	Min 2018	Maks 2018	Snitt 2018
Porteføljen	8,0	7,7	8,6	8,0	8,6	8,5	11,0	9,5
Aksjer	10,1	10,0	11,5	10,4	11,6	11,4	13,7	12,4
Obligasjoner	6,9	6,7	6,9	6,8	7,0	6,8	9,4	7,8
Unotert eiendom	9,1	8,7	9,4	8,9	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							
	30.06.2019	Min 2019	Maks 2019	Snitt 2019	31.12.2018	Min 2018	Maks 2018	Snitt 2018
Porteføljen	31	31	34	32	33	29	37	31

Risiko målt ved forventet volatilitet viser en forventet årlig verdisvingning i fondet på 8,0 prosent, eller om lag 730 milliarder kroner, ved utgangen av andre kvartal 2019, mot 8,6 prosent ved årsslutt 2018. Aksjeinvesteringenes forventede volatilitet var 10,1 prosent ved kvartalsslutt, ned fra 11,6 prosent ved årsslutt

2018, mens renteinvesteringenes forventede volatilitet var 6,9 prosent, mot 7,0 prosent ved årsslutt 2018. Nedgangen i fondets forventede volatilitet i første halvår 2019 skyldes hovedsakelig mindre prissvingninger i aksjemarkedene for de siste tre årene enn det som var tilfellet ved utgangen av 2018.

Fondets forventede relative volatilitet var 31 basispunkter ved utgangen av andre kvartal, sammenlignet med 33 basispunkter 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 andre kvartal var ekstremavviksrisikoen 1,41 prosentpoeng, sammenlignet med 1,37 prosentpoeng ved årsslutt 2018.

Kredittrisiko

Kredittrisiko er risiko for tap som følge av at utstedere av renteinstrumenter ikke oppfylder 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, 30.06.2019	AAA	AA	A	BBB	Lavere vurdering	Totalt
Statsobligasjoner	729 099	180 029	311 299	106 544	42 727	1 369 698
Statsrelaterte obligasjoner	146 891	142 039	44 686	14 624	850	349 090
Realrenteobligasjoner	115 080	18 767	6 145	6 070	-	146 060
Selskapsobligasjoner	6 860	38 522	240 891	311 366	6 948	604 587
Pantesikrede obligasjoner	125 795	24 158	3 013	1 850	1 234	156 050
Sum obligasjoner	1 123 724	403 515	606 033	440 454	51 759	2 625 484

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 AAA økte til 42,8 prosent ved slutten av andre kvartal fra 42,1 prosent ved utgangen av 2018. Andelen av obligasjonsbeholdningen med kredittvurdering A falt til 23,1 prosent ved slutten av andre 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 2,0 prosent av obligasjonsbeholdningen ved utgangen av andre kvartal, fra 2,2 prosent ved årsslutt 2018. Totalt sett er kredittkvaliteten noe forbedret siden årsslutt.

Motpartsrisiko

Motpartsrisiko er risiko for tap knyttet til at en motpart går konkurs eller på annen måte ikke oppfyller sine forpliktelser.

Tabell 8.5 Motpartsrisiko per type posisjon

Beløp i millioner kroner	Risikoeksponering	
	30.06.2019	31.12.2018
Verdipapirutlån	55 131	67 110
Usikrede bankinnskudd ¹ og verdipapirer	20 760	23 619
Derivater inklusive valutakontrakter	20 563	22 529
Oppgjørssisiko på motpart og transaksjoner med lang oppgjørstid	3 991	4 437
Gjenkjøps- og gjensalgsvtaler ²	2 930	4 780
Totalt	103 375	122 475

¹ Beløpet inkluderer også bankinnskudd i ikke-konsoliderte datterselskaper.

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

Total motpartsrisikoeksponering falt til 103,4 milliarder kroner ved utgangen av andre kvartal, fra 122,5 milliarder kroner ved utgangen av 2018. Det største bidraget til reduksjonen var i risikoeksponering fra verdipapirutlån. Gjennom verdipapirutlånsprogrammet lånes det ut både aksjer og obligasjoner. Risikoeksponeringen for programmet falt til 55,1 milliarder kroner ved

utgangen av andre kvartal, fra 67,1 milliarder kroner ved årsslutt 2018, hovedsakelig som følge av redusert utlån av obligasjoner. Motpartsrisikoeksponeringen fra utlånsaktiviteten utgjorde 53 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	2. kvartal 2019	2. kvartal 2018	Hittil i år 30.06.2019	Hittil i år 30.06.2018	2018
Gevinst/tap valuta - USD/NOK	-28 936	98 255	-44 040	-6 425	163 983
Gevinst/tap valuta - EUR/NOK	6 197	-21 108	-29 465	-46 157	14 654
Gevinst/tap valuta - JPY/NOK	11 086	-1 760	1 758	7 553	50 721
Gevinst/tap valuta - GBP/NOK	-20 002	-12 922	-9 894	-15 423	-1 329
Gevinst/tap valuta - andre	-6 393	-15 294	-16 243	-75 044	-4 418
Gevinst/tap valuta	-38 048	47 171	-97 884	-135 496	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	2. kvartal 2019	2. kvartal 2018	Hittil i år		Hittil i år		2018	
			30.06.2019	Basis- punkter	30.06.2018	Basis- punkter	Basis- punkter	Basis- punkter
Lønn, arbeidsgiveravgift og andre personalkostnader	279	301	669		605		1 262	
Kostnader til depot	113	104	201		188		385	
IT-tjenester, systemer, data og informasjon	206	140	343		295		651	
Analyse, konsulent og juridiske tjenester	88	67	144		136		282	
Øvrige kostnader	110	103	213		188		400	
Fordelte kostnader Norges Bank	46	43	92		86		167	
Faste honorarer til eksterne forvaltere	173	215	356		462		724	
Forvaltningsgodtgjøring eksklusive avkastningsavhengige honorarer	1 014	973	2 018	4,6	1 960	4,7	3 872	4,6
Avkastningsavhengige honorarer til eksterne forvaltere ¹	-130	165	81		548		673	
Forvaltningsgodtgjøring	884	1 138	2 099	4,8	2 508	6,0	4 544	5,4

¹ Avkastningsavhengige honorarer til eksterne forvaltere bestemmes av forvalternes samlede meravkastning over tid. Inntektsføringen på 130 millioner kroner i andre kvartal 2019 skyldes lavere avsetning for honorarer til enkelte forvaltere ved utgangen av andre kvartal enn ved utgangen av første kvartal 2019.

Forvaltningskostnader i datterselskaper

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

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

Tabell 10.2 Forvaltningskostnader datterselskaper eiendom

Beløp i millioner kroner	2. kvartal 2019	2. kvartal 2018	Hittil i år		Hittil i år		2018	
			30.06.2019	Basis- punkter	30.06.2018	Basis- punkter	Basis- punkter	Basis- punkter
Lønn, arbeidsgiveravgift og andre personalkostnader	6	5	13		12		25	
IT-tjenester, systemer, data og informasjon	5	11	10		19		41	
Analyse, konsulent og juridiske tjenester	8	11	15		16		30	
Øvrige kostnader	5	3	10		7		13	
Sum forvaltningskostnader datterselskaper eiendom	24	30	49	0,1	54	0,1	108	0,1
<i>Herav forvaltningskostnader ikke-konsoliderte datterselskaper</i>	15	25	31		44		88	
<i>Herav forvaltningskostnader konsoliderte datterselskaper</i>	9	5	18		10		20	

49

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 2 067 millioner kroner. Dette består av 2 018 millioner kroner i forvaltningskostnader i Norges Bank eksklusive avkastningsavhengige honorarer til eksterne forvaltere og 49 millioner kroner i forvaltningskostnader i datterselskaper. Dette tilsvarer 4,7 basispunkter av forvaltet kapital.

Samlede forvaltningskostnader, inklusive avkastningsavhengige honorarer til eksterne forvaltere, utgjør hittil i år 2 148 millioner kroner. Dette tilsvarer 4,9 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. juni 2019, resultatregnskap, oppstilling av endringer i eiers kapital og kontantstrømoppstilling for seks månedersperioden avsluttet denne dato, og utvalgte forklarende noter. Hovedstyret og ledelsen er ansvarlig for utarbeidelsen av og fremstillingen av delårsrapporteringen i samsvar med International Accounting Standard 34 «Interim Financial Reporting» som fastsatt av EU. Vår oppgave er å avgi en uttalelse om delårsrapporteringen basert på vår forenklete revisorkontroll.

Omfanget av den forenklete revisorkontrollen

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

Konklusjon

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

Oslo, 14. august 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