



NORGES BANK
INVESTMENT MANAGEMENT

3.KV. | 15

**STATENS
PENSJONSFOND
UTLAND**

KVARTALSRAPPORT

HOVUDPUNKT

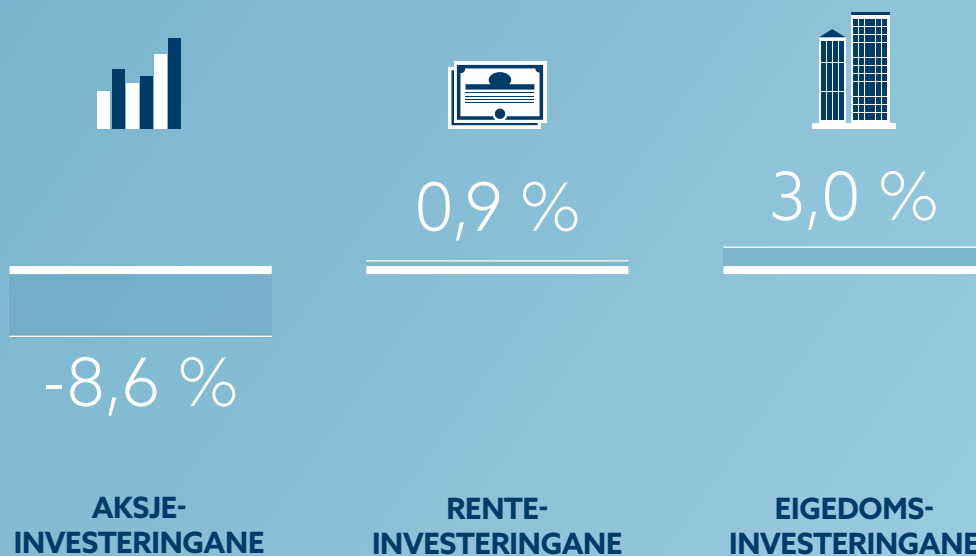
TAL OG FAKTA FOR 3. KVARTAL 2015

STATENS PENSJONSFOND UTLAND FEKK EI AVKASTNING PÅ **-4,9** PROSENT, ELLER **-273** MILLIARDAR KRONER, I TREDJE KVARTAL 2015.



-4,9 %

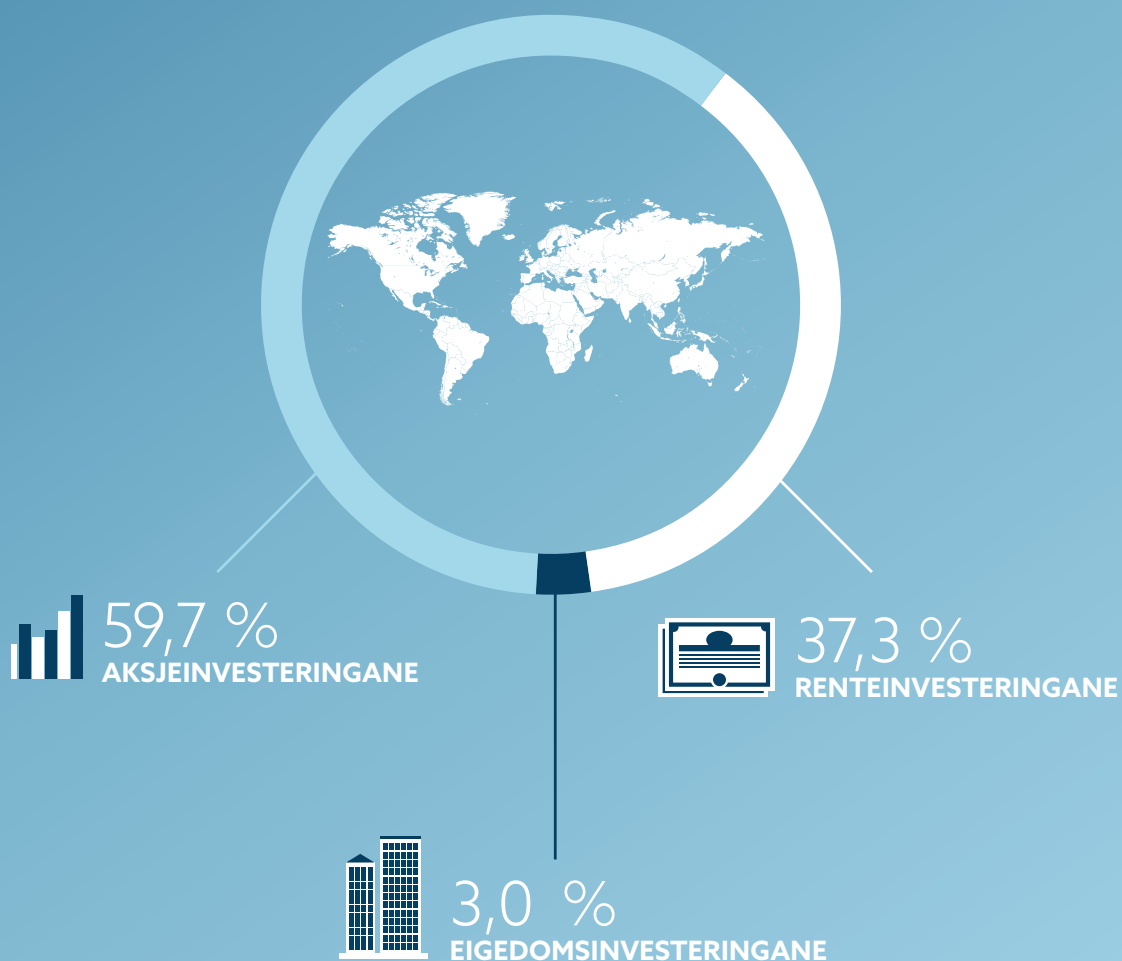
-273 MRD. KR



AVKASTNINGA PÅ AKSJEINVESTERINGANE TIL FONDET VAR **-8,6** PROSENT, MEDAN RENTEINVESTERINGANE FEKK EI AVKASTNING PÅ **0,9** PROSENT. INVESTERINGAR I EIGEDOM FEKK EI AVKASTNING PÅ **3,0** PROSENT.

AVKASTNINGA PÅ AKSJE- OG RENTEINVESTERINGANE VAR **0,2** PROSENTPOENG LÅGARE ENN AVKASTNINGA PÅ REFERANSEINDEKSANE SOM FONDET BLIR MÅLT MOT.

VED UTGANGEN AV KVARTALET VAR MARKNADSVERDIEN AV FONDET **7 019** MILLIARDAR KRONER. FONDET VAR INVESTERT MED **59,7** PROSENT I AKSJAR, **37,3** PROSENT I RENTEPAPIR OG **3,0** PROSENT I EIGEDOM.



INNHALD

FORVALTINGA	Marknadsutviklinga	4
	Aksjeinvesteringane	5
	Renteinvesteringane	8
	Eigedomsinvesteringane	11
	Ansvarleg forvaltning	12
	Risikostyring	13
NØKKELTAL		15
REKNESKAP	Rekneskapsrapportering	17
	Notar til rekneskapsrapportering	22
	Revisjonsmelding	36

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

WWW.NBIM.NO

FORVALTINGA

MARKNADSUTVIKLINGA

Verdsøkonomien har utvikla seg svakare enn venta så langt i år. Konsensusestimata for den økonomiske veksten er sett stadig lågare. Uvissa rundt den økonomiske veksten må sjåast i samheng med svak konsumprisvekst i store delar av verda. Likevel var det også nokre teikn til betring. Økonomibarometer frå både USA og Europa indikerte at veksten tek seg opp i begge desse økonomiane.

I USA heldt den økonomiske utviklinga fram å betre seg noko i tredje kvartal. Det private forbruket vaks, og sysselsetjinga heldt fram å stige i tråd med forventningane. Likevel har forventningane til veksten falle noko den siste tida. Fallet i oljeprisen har hatt ein særleg negativ effekt på investeringsnivået, sjølv om den isolerte effekten på forbruket er positiv. Spørsmålet om når og eventuelt om den amerikanske sentralbanken hevar renta, var framleis viktig i tredje kvartal. Mange forventa at den fyrste renteauken skulle kome i september, men større uvisse rundt utviklinga globalt bidrog til at sentralbanken venta.

I Europa og Japan var inflasjonen og inflasjonsforventningane framleis langt lågare enn det sentralbankane ønskte. Derfor vil det framleis kunne ta lang tid før rentene blir sette opp her. Inflasjonen i begge regionane vart negativt

påverka av utviklinga i oljeprisen, men også kjerneinflasjonen var svært låg. Begge sentralbankane prøver å motverke at låg inflasjon over tid blir sjølvforsterkande. Derfor vart det diskutert om det vil bli sett i verk ytterlegare letter i pengepolitikken, gjennom utvidingar i sentralbankane sine program for kjøp av obligasjonar.

Marknadene var særleg opptekne av den økonomiske oppbremsinga i Kina i tredje kvartal. Så langt har denne hovudsakleg ramma industri-sektoren. Den kinesiske aksjemarknaden heldt fram å falle kraftig gjennom kvartalet, og i august vart den kinesiske valutaen devaluert. Svakare vekst i Kina og fallande råvareprisar påverka ei rekkje andre råvareproduserande, framveksande økonomiar og bidrog til betydelege fall i landa sine valutaer. I september vart Brasil nedgradert til låg kredittvurdering av kredittselskapet Standard & Poor's for gjeld utferda i framand valuta, noko som indikerte lågare tiltru til at landet vil vere i stand til å betale tilbake gjeld. I dag er likevel dei fleste framveksande økonomiane betre rusta til å handtere utstrøyming av kapital enn under Asia-krisa på slutten av 1990-talet, då mange asiatiske valutaer fall kraftig i verdi. I dag har dei fleste landa flytande valutakursar og meir robuste valutaeservar.

AKSJEINVESTERINGANE

Aksjeinvesteringane, som utgjorde 59,7 prosent av fondet ved utgangen av kvartalet, fekk ei avkastning på -8,6 prosent. Oppbremsinga i den globale økonomien og ein kraftig korreksjon i den kinesiske aksjemarknaden påverka avkastninga i kvartalet.

SVAKAST AVKASTNING I ASIA OG OCEANIA

Det var svak avkastning i alle regionar. Aksjar i Asia og Oseania hadde ei avkastning på -12,9 prosent og utgjorde 20,7 prosent av aksjeinvesteringane til fondet. Avkastninga for japanske aksjar var -10,0 prosent. Japanske aksjar utgjorde 9,2 prosent av aksjeinvesteringane. Svakare økonomiske nøkkeltal enn forventa bidrog til nedgangen for japanske aksjar i tredje kvartal.

Den kinesiske aksjemarknaden var den svakaste i kvartalet, og kinesiske aksjar fekk ei avkastning på -21,3 prosent. Totalt var 2,8 prosent av fondet sine aksjeinvesteringar plassert her. Den kinesiske aksjemarknaden har vore svært volatil i 2015. Eit svakt tredje kvartal følgde eit sterkt andre kvartal. Aksjemarknaden hadde ein sterk oppgang fram til midten av juni 2015, då marknaden opplevde ein

markant korreksjon etter at den kinesiske kapitalmarknadsregulatoren innførte restriksjonar på å låne til aksjekjøp. Avkastninga i den kinesiske aksjemarknaden har i 2015 fram til utgangen av tredje kvartal vore negativ. Aksjar i framveksande marknader hadde ei avkastning på -16,6 prosent i kvartalet. Totalt var 9,0 prosent av fondet sine aksjeinvesteringar plassert i framveksande marknader. Uro knytt til utviklinga i den kinesiske økonomien og svake råvareprisar bidrog til den svake avkastninga i framveksande marknader.

Nordamerikanske aksjar hadde ei avkastning på -7,1 prosent i kvartalet og stod for 36,5 prosent av aksjeinvesteringane til fondet. Avkastninga for aksjar noterte i USA var -6,8 prosent. USA var den største enkeltmarknaden til fondet og stod for 34,5 prosent av aksjeinvesteringane.

Europeiske aksjar fekk ei avkastning på -7,2 i kvartalet. Totalt var 40,1 prosent av fondet sine aksjeinvesteringar plassert i europeiske selskap. Storbritannia, som er den største europeiske marknaden til fondet, hadde ei avkastning på -8,6 prosent. 12,0 prosent av aksjeinvesteringane var plassert her.

Tabell 1 Avkastninga på fondets aksjeinvesteringar i tredje kvartal 2015. Fordelt etter sektor. Prosent

Sektor	Avkastning i internasjonal valuta	Del av aksjebeholdninga*
Finans	-9,2	23,5
Industri	-10,6	13,5
Konsumvarer	-5,8	14,3
Konsumtenester	-4,9	11,0
Helse	-6,6	10,5
Teknologi	-6,0	8,7
Olje og gass	-16,8	5,8
Materialar	-16,9	5,2
Telekommunikasjon	-8,7	3,4
Kraft- og vassforsyning	-2,9	3,5

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

Tabell 2 Fondets største aksjebeholdningar per 30. september 2015. Millionar kroner

Selskap	Land	Beholdning
Nestlé SA	Sveits	50 443
Apple Inc	USA	41 703
Novartis AG	Sveits	37 044
Roche Holding AG	Sveits	30 870
Royal Dutch Shell Plc	Storbritannia	25 567
HSBC Holdings Plc	Storbritannia	24 549
BlackRock Inc	USA	24 176
Microsoft Corp	USA	23 683
Google Inc	USA	23 567
Sanofi	Frankrike	21 961

SVAKAST AVKASTNING FOR MATERIALELSKAP

Alle sektorar hadde ei negativ avkastning i tredje kvartal. Selskap i materialektoren hadde den svakaste avkastninga med ein nedgang på -16,9 prosent. Framleis nedgang i råvareprisar, særleg for kopar, bidrog til den svake avkastninga i denne sektoren. Marknaden fokuserte på den finansielle styrken til selskapa og i kva grad selskapa må hente inn kapital.

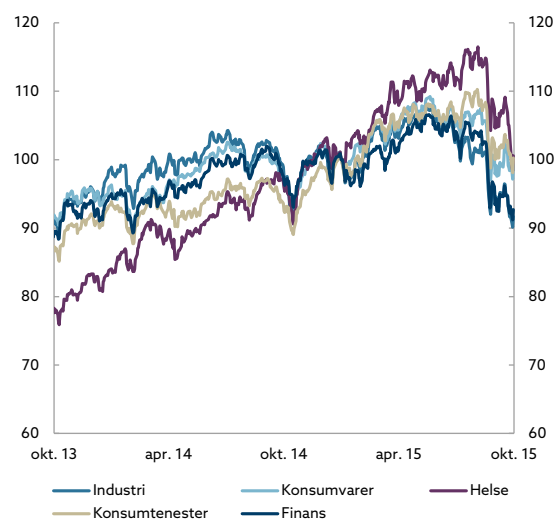
Olje- og gasselskap hadde nok eit svakt kvartal med ei avkastning på -16,8 prosent. Den svake avkastninga kom blant anna av vidare svekking i oljeprisen, som var ned rundt 20 prosent i kvartalet. Forventningar om ytterlegare tilbod av olje i marknaden etter at sanksjonane mot Iran vart oppheva, svakare økonomisk vekst i Kina og lågare etterspørsel i den kinesiske marknaden bidrog til prisnedgangen.

Industrielskap hadde ei avkastning på -10,6 prosent i tredje kvartal. Selskap som tilbyr kapitalvarer og utstyr til energi- og materialektoren opplevde særskilt nedgang. Ein sterkare japansk yen bidrog til svak avkastning for japanske eksportretta industrielskap.

Den minst svake avkastninga i kvartalet var innanfor kraft- og vassforsyning, der fondsavkastninga var -2,9 prosent. Den stabile kontantstraumen til kraft- og vassforsyningsselskap vart rekna som ei trygg hamn i ein turbulent marknad. Sektoren vart positivt påverka av dei låge rentenivåa.

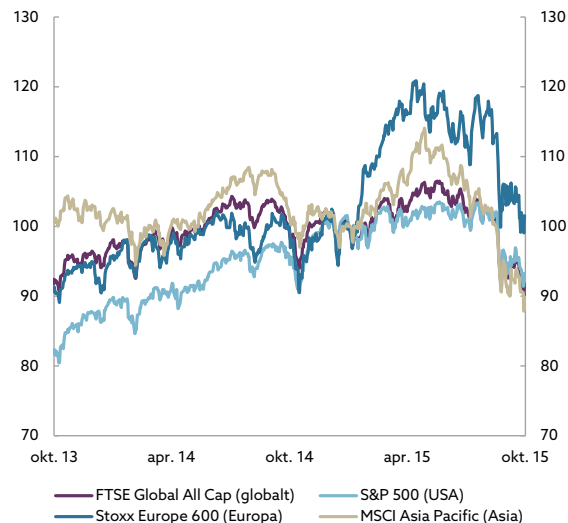
Selskap i konsumtenester hadde ei avkastning på -4,9 prosent. Betra fortjeneste for nord-amerikanske detaljhandelselskap bidrog til å styrkje konsumtenestesektoren relativt til andre sektorar i tredje kvartal. Selskapet Amazon bidrog til å dra opp avkastninga i sektoren etter at dei publiserte

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



Kjelde: FTSE

Figur 2 Kursutviklinga i regionale aksjemarknader. Målt i amerikanske dollar, med unntak av Stoxx Europe 600, som er målt i euro. Indeksert 31.12.2014 = 100



Kjelde: Bloomberg

AVKASTNING MÅLT I INTERNASJONAL VALUTA

Fondet investerer i internasjonale verdipapir i utanlandsk valuta. Fondsavkastninga blir primært målt i internasjonal valuta, det vil seie ei vekta samansetning av valutaene i fondets referanseindeksar for aksjar og obligasjonar. Denne samansetninga blir omtalt som valutakorga for fondet, og bestod av 33 valutaer ved utgangen av tredje kvartal 2015. Om ikkje anna er oppgjeve i teksten, er resultatmålinga gjort i valutakorga for fondet.

rekneskapstal for nettenestene sine for fyrste gong. Tala var langt betre enn marknaden venta.

Konsumvarer hadde ei avkastning på -5,8 prosent og var med det den tredje beste sektoren i tredje kvartal. Selskap som sel varer som dekkjer grunnleggjande behov, blir rekna som mindre eksponerte mot den økonomiske utviklinga, og dette bidrog til at sektoren fall noko mindre enn marknaden. Sektoren vart negativt påverka av verdifall for europeiske bilselskap etter avsløringar om at Volkswagen hadde misleidd regulatorar om dei reelle utsleppa frå diesebilane deira.

ENKELTINVESTERINGANE

Investeringa i IT-selskapet Google bidrog mest positivt til avkastninga i tredje kvartal, følgd av investeringane i Nestlé og SABMiller. Enkelt-selskapa som bidrog mest negativt til avkastninga, var bilprodusenten Volkswagen, gruveselskapet Glencore og bilprodusenten Daimler AG.

Vi deltok i totalt 25 børsnoteringar i tredje kvartal. Den største børsnoteringa i marknaden som fondet kjøpte aksjar i, var i det tyske digital-marknadsføringselskapet Scout24. Deretter følgde det amerikanske fornybar energiselskapet TerraForm Global og det japanske elektronikk-selskapet Dexerials Corporation. Den største deltakinga fondet hadde i børsnoteringar, var i det australske frukt- og grønssakselskapet Costa Group Holdings, Dexerials Corporation og det tyske eigedomsselskapet ADO Properties.

RELATIV AVKASTNING

Avkastninga på aksjeinvesteringane til fondet blir samanlikna med avkastninga til ein global referanseindeks for aksjar. Referanseindeksen for fondet blir fastsett av Finansdepartementet og tek utgangspunkt i indeksen frå FTSE Group.

Avkastninga på aksjeinvesteringane til fondet var i kvartalet 0,1 prosentpoeng lågare enn avkastninga på referanseindeksen for aksjar. Blant dei ulike sektorane fondet blir investert i, bidrog investeringane i sektorane konsumtenester og industri mest negativt til den relative avkastninga. Blant dei ulike landa fondet var investert i, bidrog aksjar i USA og Tyskland mest negativt til den relative avkastninga. Investeringane i Spania og Brasil bidrog mest positivt til den relative avkastninga.

INTERN REFERANSEPORTEFØLJE

Vi har utforma ein intern referanseportefølje for aksjar. Denne referanseporteføljen tek omsyn til særtrekka ved og føremålet med fondet og skal over tid gje eit betre byteforhold mellom forventa risiko og avkastning.

Den interne referanseporteføljen for aksjar fekk ei avkastning på -8,6 prosent i tredje kvartal. Resultatet var 0,1 prosentpoeng lågare enn avkastninga på referanseindeksen fastsett av Finansdepartementet.

RENTEINVESTERINGANE

Renteinvesteringane utgjorde 37,3 prosent av fondet ved utgangen av tredje kvartal og fekk ei avkastning på 0,9 prosent. Investeringane bestod hovudsakleg av obligasjonar, i tillegg til korte rentepapir og bankinnskot.

POSITIV AVKASTNING FOR STATSOBLIGASJONAR

Statsobligasjonar fekk ei avkastning på 1,0 prosent og utgjorde 55,2 prosent av fondet sine renteinvesteringar ved utgangen av kvartalet. Noko fallande rentenivå i hovudmarknadene fondet er investert i, bidrog positivt til resultatet.

Amerikanske statsobligasjonar fekk ei avkastning på 3,4 prosent. I lokal valuta var avkastninga 1,9 prosent. Amerikanske statsobligasjonar stod for 17,4 prosent av renteinvesteringane og var den største behaldninga fondet hadde av statsgjeld frå ein enkeltutferdar. Sentralbanken si avgjerd om ikkje å auke styringsrenta i september, i tillegg til

usikre aksjemarknader gjennom kvartalet, påverka obligasjonsmarknaden i positiv retning.

Euro-denominerte statsobligasjonar, som utgjorde 11,5 prosent av renteinvesteringane, fekk ei avkastning på 4,3 prosent. I lokal valuta var avkastninga 2,6 prosent. I løpet av kvartalet bygde det seg opp forventningar om ytterlegare pengepolitiske letter frå den europeiske sentralbanken.

Japanske statsobligasjonar, som utgjorde 8,7 prosent av renteinvesteringane, hadde ei avkastning på 4,2 prosent. I lokal valuta var avkastninga 0,5 prosent.

Fondet er også investert i obligasjonar frå statsrelaterte institusjonar som Kreditanstalt für Wiederaufbau, European Investment Bank og Canada Housing Trust. Statsrelaterte obligasjonar hadde ei avkastning på -0,2 prosent og utgjorde 14,4 prosent av renteinvesteringane.

Tabell 3 Avkastninga på fondets renteinvesteringar i tredje kvartal 2015. Fordelt etter sektor. Prosent

Sektor	Avkastning i internasjonal valuta	Del av renteinvesteringane
Statsobligasjonar**	1,0	55,2
Statsrelaterte obligasjonar*	-0,2	14,4
Realrenteobligasjonar*	0,7	4,3
Selskapsobligasjonar	1,5	21,3
Pantesikra obligasjonar	1,4	6,4

* Summerer seg ikkje fordi kontantar og derivat ikkje er inkluderte.

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

Tabell 4 Fondets største obligasjonsbehaldningar per 30. september 2015. Millionar kroner

Utferdar	Land	Behaldning
Amerikanske stat	USA	532 162
Japanske stat	Japan	228 392
Tyske stat	Tyskland	124 854
Britiske stat	Storbritannia	76 690
Mexikanske stat	Mexico	53 398
Spanske stat	Spania	50 352
Koreanske stat	Sør-Korea	46 094
Franske stat	Frankrike	40 130
Italienske stat	Italia	39 862
Kreditanstalt für Wiederaufbau	Tyskland	33 788

Tabell 5 Fondets obligasjonar per 30. september 2015 fordelt etter kredittvurdering. Prosent av behaldninga

	AAA	AA	A	BBB	Lågare vurdering	Totalt
Statsobligasjonar	25,7	8,7	12,4	7,4	0,1	54,4
Statsrelaterte obligasjonar	5,6	6,2	1,1	1,2	0,1	14,1
Realrenteobligasjonar	3,1	0,3	0,0	0,8	0,0	4,2
Selskapsobligasjonar	0,1	1,6	9,3	9,6	0,4	21,0
Pantesikra obligasjonar	5,0	0,7	0,3	0,2	0,0	6,3
Sum obligasjonar	39,5	17,5	23,2	19,2	0,7	100,0

Fondet sine selskapsobligasjonar hadde den sterkaste utviklinga i tredje kvartal. Selskapsobligasjonane fekk ei avkastning på 1,5 prosent og utgjorde 21,3 prosent av fondet sine renteinvesteringar ved utgangen av kvartalet.

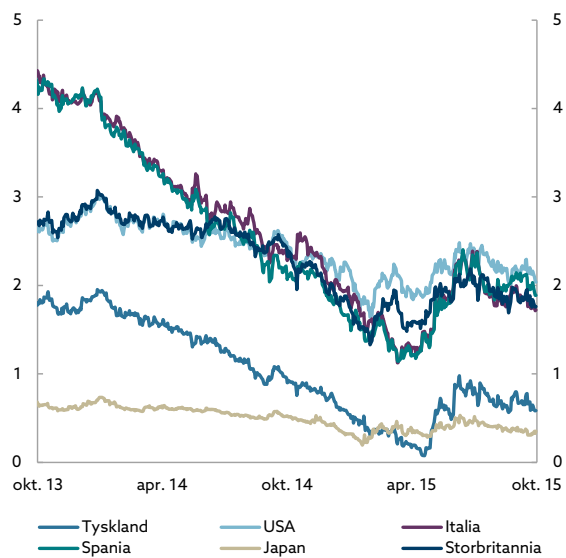
Fondet sine pantesikra obligasjonar, som hovudsakleg bestod av obligasjonar med fortrinnsrett denominert i euro, utgjorde 6,4 prosent av fondet sine renteinvesteringar og fekk ei avkastning på 1,4 prosent.

Realrenteobligasjonar fekk ei avkastning på 0,7 prosent og utgjorde 4,3 prosent av fondet sine renteinvesteringar.

ENDRINGAR I BEHALDNINGA AV RENTEPAPIR

Marknadsverdien av investeringane i rentepapir i valutaene til framveksande land fall samanlikna med førre kvartal. Framveksande marknader utgjorde 11,9 prosent av investeringane i slutten av tredje kvartal, mot 13,1 prosent ved inngangen til kvartalet. Investeringar i dollar, euro, pund og yen utgjorde 79,9 prosent av renteinvesteringane, mot 78,2 prosent ved utgangen av andre kvartal.

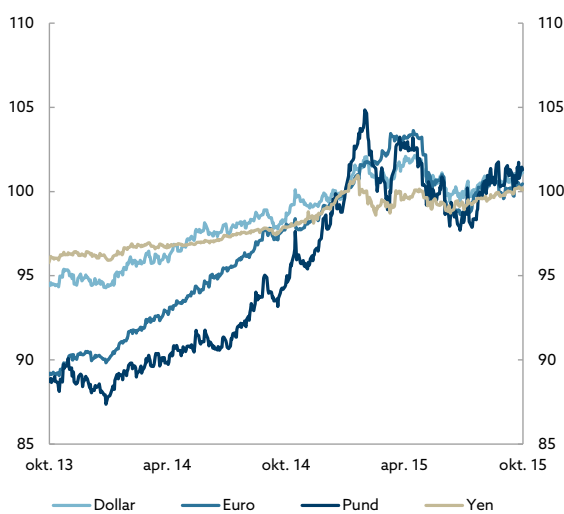
Figur 4 Utviklinga i rentene på tiårige statsobligasjonar. Prosent



Kjelde: Bloomberg

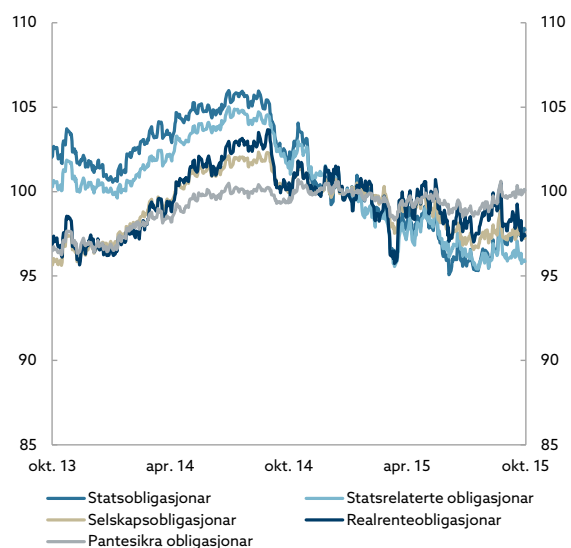
I tredje kvartal auka marknadsverdien mest i statsobligasjonar utferda av USA, Japan og Tyskland. Fondet sin største reduksjon i marknadsverdi var i statsobligasjonar utferda av Brasil, Finland og Storbritannia.

Figur 3 Kursutviklinga for obligasjonar som er utferda i ulike valutaer. Målt i lokal valuta. Indeksert 31.12.2014 = 100



Kjelde: Barclays

Figur 5 Kursutviklinga for ulike obligasjonar. Målt i amerikanske dollar. Indeksert 31.12.2014 = 100



Kjelde: Barclays

RELATIV AVKASTNING

Avkastninga på renteinvesteringane til fondet blir samanlikna med avkastninga til ein global referanseindeks for obligasjonar. Referanseindeksen for fondet blir fastsett av Finansdepartementet og tek utgangspunkt i indeksar frå Barclays.

Avkastninga på renteinvesteringane fondet har, var i kvartalet 0,6 prosentpoeng lågare enn avkastninga til referanseindeksen for renter. Innanfor dei utvikla marknadene fall det generelle rentenivået i tredje kvartal. Ein kortare durasjon på fondet sine renteinvesteringar samanlikna med referanseindeksen bidrog negativt. Dette førte til at fondet generelt var mindre kjensleg for fallande renter enn referanseindeksen. Fondet sine renteinvesteringar hadde i tredje kvartal ei høgare vekt i framveksande marknader enn referanseindeksen for fondet. Brasilianske statsobligasjonar var gjennom kvartalet blant dei største investeringane fondet har innanfor dei framveksande marknadene. Avkastninga for investeringane i Brasil var svak som følgje av stigande renter og svekt valutakurs. Renteinvesteringane fekk i tredje kvartal høgare jamlege renteinntekter enn referanseindeksen.

INTERN REFERANSEPORTEFØLJE

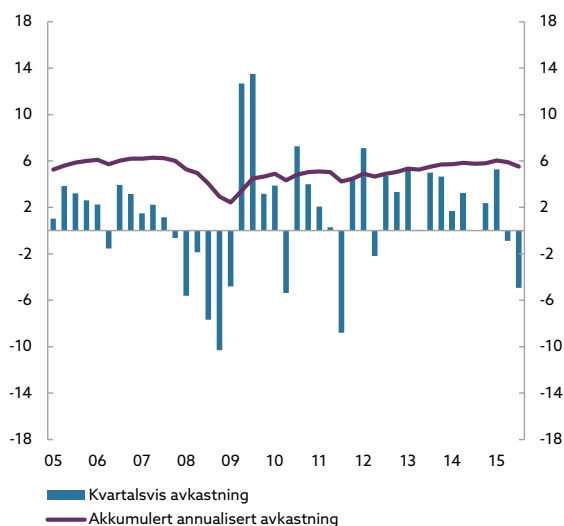
Vi har utforma ein intern referanseportefølje for obligasjonar. Denne referanseporteføljen tek omsyn til særtrekka ved og føremålet med fondet, og skal over tid gje eit betre byteforhold mellom forventa risiko og avkastning.

Referanseporteføljen for renter fekk ei avkastning på 1,1 prosent i tredje kvartal. Resultatet var 0,4 prosentpoeng lågare enn referanseindeksen fastsett av Finansdepartementet.

Tabell 6 Bidrag frå forvaltingsområda til den relative avkastninga på aksje- og renteforvaltinga i tredje kvartal 2015. Prosentpoeng

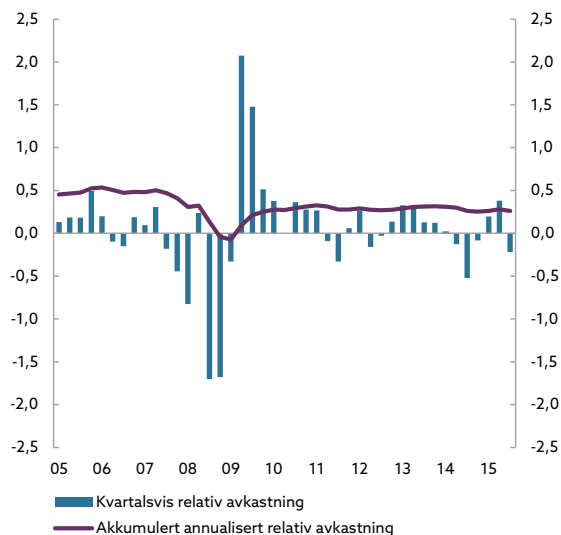
	Totalt	Bidrag frå ekstern forvalting
Aksjeforvalting	-0,02	0,03
Renteforvalting	-0,20	0,00
Totalt	-0,22	0,03

Figur 6 Fondets kvartalsvise avkastning og akkumulerte annualiserte avkastning. Prosent



Kjelde: Norges Bank Investment Management

Figur 7 Fondets kvartalsvise relativ avkastning og akkumulerte annualisert relative avkastning, eksklusive eigeidom. Prosentpoeng



Kjelde: Norges Bank Investment Management

EIGEDOMSINVESTERINGANE

Fondet sine investeringar i eigedom utgjorde 3,0 prosent av fondet ved utgangen av tredje kvartal. Eigedomsinvesteringane fekk i tredje kvartal ei samla avkastning på 3,0 prosent. Investeringane i unotert eigedom fekk ei avkastning på 2,6 prosent, medan investeringane i notert eigedom fekk ei avkastning på 4,2 prosent.

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

Over tid skal delen som er investert i eigedom aukast til inntil 5 prosent av fondsverdien. Målet vårt er å byggje ein global, men konsentrert eigedomsporfølje.

NYE EIGEDOMSINVESTERINGAR ANNONSSERT I KVARTALET

I juli annonserte fondet eit kjøp av 50 prosent av ein logistikkportefølje med åtte eigedomar i Storbritannia, Polen og Frankrike. Investeringa vart gjord i samarbeid med Prologis, og fondet betalte 155 millionar euro for sin part. I september kjøpte fondet ein part på 49,9 prosent av eit

kontorbygg i San Francisco, i samarbeid med TIAA-CREF. Fondet betalte 153,2 millionar dollar for sin part av eigedomen. I september kjøpte fondet også 100 prosent av kjøpesenteret West One og resten av bygget i 75 Davies Street, som ligg like over undergrunnsstasjonen Bond Street i London. Fondet betalte 240 millionar pund for den 95 år lange leigekontrakten for eigedomen.

Tabell 7 Avkastninga på fondets eigedomsinvesteringar. Avkastningskomponentar på unoterte eigedomsinvesteringar. Prosent

	Avkastning
Netto resultat frå jamlege leigeinntekter	1,0
Netto verdiendringar på eigedom og gjeld	1,3
Transaksjonskostnader for kjøp av eigedom	0,0
Resultat av valutajusteringar	0,3
Unoterte eigedomsinvesteringar	2,6
Børsnotert eigedom	4,2
Total avkastning	3,0

Tabell 8 Verdien av eigedomsinvesteringane per 30. september 2015. Millionar kroner

	Verdi
Investeringar i unotert eigedom	159 092
Investeringar i notert eigedom	46 887
Bankinnskott og andre fordringar	2 156
Total verdi	208 136

ANSVARLEG FORVALTING

Ansvarleg forvaltingsverksemd er ein viktig og integrert del av forvaltingsoppdraget vårt. Gjennom vår ansvarlege forvaltingsverksemd arbeider vi med standardsetjing, eigarskap og risikohandtering.

STANDARDSETJING

I tredje kvartal heldt vi fram arbeidet med standardsetjing og forventningar til selskap vi er investerte i. Vi gav innspel til revideringa av dei svenske og brasilianske retningslinjene for eigarstyring og selskapsleiing. Slike retningslinjer er viktige for velfungerande marknader og god selskapsstyring.

Vi sende høyringsfråsegner til børsen i Hong Kong om revideringa av retningslinjene deira for selskapsrapportering av miljø- og sosiale forhold. Videre sende vi høyringsfråsegner til blant anna The Securities and Exchange Commission om moglege revideringar av rapportering frå revisjonskomiteane til selskapsstyra og the European Securities and Markets Authority (ESMA) om «best practice»-prinsipp for leverandørar av stemmerådgevingstenester.

I tredje kvartal gjekk vi inn i ei arbeidsgruppe leidd av OECD om retningslinjer for ansvarleg næringsliv og bruk av desse i finansiell sektor. Arbeidsgruppa består av representantar for blant anna styresmakter, institusjonelle investorar og bankar.

I løpet av kvartalet gjennomførte vi møte og fekk innspel frå blant anna standardsetjarar, akademiske institusjonar og selskap, attåt arbeidstakar-organisasjonar og frivillige organisasjonar som eit ledd i arbeidet med å oppdatere forventningsdokumenta våre om vassforvaltning og barn sine rettar.

Vi var hovudsponsor og deltakar ved den fyrste globale konferansen om stranded assets ved universitetet i Oxford 24.-25. september. Konferansen fokuserte på finansiell risiko knytt til

særskilte sektorar og risikoen for såkalla stranda eigedelar.

EIGARSKAP

Vi stemte ved 1 371 generalforsamlingar i kvartalet. I løpet av kvartalet vurderte og stemte vi på 254 aksjonærforslag.

Vi arrangerte møte med styreleiarar for ni større selskap i løpet av kvartalet. I møta gjekk vi gjennom ei rekkje tema som strategi, styresamansetning og planlegging av etterfølgjarar. Møta var tilpassa aktuell tematikk i dei aktuelle selskapa. Fleire av møta var relaterte til oppfølging av breva vi sende til kraft- og kolgruveselskap i fyrste kvartal.

Kollegiet for svensk selskapsstyring reviderer den svenske eigarskapskoden. I den samanhengen har vi hatt dialog med dei om revideringa, og sendt våre kommentarar til eigarskapskoden. Vi ønskjer å bidra til å styrkje aksjonærdeltakinga i den svenske eigarskapsmodellen ytterlegare. Vi foreslo derfor å inkludere ei tilråding i eigarskapskoden om at selskapa bør leggje til rette for individuell stemmeteljing i styreval. Denne tilrådinga byggjer på posisjonsnotatet vårt om temaet, som vart publisert i mai. Vi har følgd opp dette posisjonsnotatet ved å sende brev til 35 svenske selskap der vi oppmoda dei om å leggje til rette for individuell teljing i styreval. I tillegg har vi vore i dialog med ei rekkje styre og investor-grupper.

Tokyo-børsen innførte retningslinjer for eigarstyring og selskapsleiing med verknad frå 1. juni 2015. I fyrste kvartal sende vi innspela våre til desse retningslinjene. Retningslinjene er eit av tiltaka i statsminister Abe sin nasjonale vekststrategi. I tredje kvartal har vi delt informasjon om stemmegjevingspraksisen vår og vore i dialog med selskap for å forklare vår praksis og prioriteringar. Vi arrangerte eit møte for 180 japanske selskap i Tokyo der vi delte synet vårt på dei nye retningslinjene og våre prioriteringar.

The Swiss Federal Act on Exchanges and Securities Trading inneheld ein regel om obligatorisk bod dersom ein aksjonær eig ein tredjedel av stemmerettane i selskapet, men den gjev også selskapa høve til å innføre eit unntak frå regelen. Denne klausulen skaper ein risiko for at endringar av eigarkontroll vil skje utan at minoritetsaksjonærar har høve til å ta del i vinsten. Vi har teke kontakt med seks sveitsiske selskap for å få ei betre forståing av slike klausular og for å bli forsikra om at minoritetsaksjonærar ikkje blir dårlegare stilte.

RISIKOHANDTERING

I tredje kvartal sende vi eit brev til Finansdepartementet om investeringar og verkemiddelbruk i kolselskap. I dette brevet adresserer vi særskilt omgrepsbruk og operasjonaliseringa av koleksklusjonen, arbeidsdelinga mellom Etikkrådet og Noregs Bank og økonomiske konsekvensar knytte til eksklusjonane.

Vi har saman med Smith School of Enterprise and the Environment ved universitetet i Oxford sett i gang ein risikogjennomgang av selskap i porteføljen der aktivitetar som utvinning av kol, kraftproduksjon basert på kol eller kolbasert energiforedling utgjer ein vesentleg del av verksemda.

RISIKOSTYRING

Samansetninga av investeringane og svingingar i aksjekursar, valutakursar, rentenivå, eigedomsverdiar og kredittrisikopåslag avgjer marknadsrisikoen til fondet. Det finst ingen enkeltmål eller analyse som fullt ut kan beskrive marknadsrisikoen til fondet. Derfor bruker vi ulike måltal og risikoanalysar, som forventa volatilitet, faktoreksponering, konsentrasjonsanalyse og likviditetsrisiko, for å få eit breiast mogleg bilete av marknadsrisikoen til fondet.

Forventa absolutt volatilitet for fondet, berekna ved det statistiske målet standardavvik, bruker tre års prishistorikk for å vurdere kor mykje den årlege avkastninga på fondet sine aksje- og renteinvesteringar normalt kan forventast å svinge. Ved utgangen av tredje kvartal var den forventa absolutte volatiliteten til fondet på 9,9 prosent, eller om lag 690 milliardar kroner, mot 9,8 prosent ved inngangen til kvartalet. I tredje kvartal førte auka uvisse rundt vekst i Kina og framveksande marknader til høgare volatilitet i dei globale aksjemarknadene og betydelege svingingar i marknadsverdien til fondet.

Finansdepartementet og hovudstyret i Noregs Bank har fastsett grenser for kor store avvik frå referanseindeksane fondet kan ha i forvaltninga av aksje- og renteinvesteringane. Ei av grensene er forventa relativ volatilitet, som legg ei avgrensing på kor mykje avkastninga på investeringane kan forventast å avvike frå avkastninga på referanseindeksane for fondet. Forvaltninga skal leggast opp med sikte på at den forventa relative volatiliteten ikkje skal overstige 1 prosentpoeng. Ved utgangen av kvartalet var han på 0,3 prosentpoeng, som var på linje med tilsvarande tal ved utgangen av andre kvartal.

På heimesida vår har vi offentleggjort fleire nøkkeltal for risiko, risikojustert avkastning, månadlege avkastningsseriar og faktoranalysar. Tala er oppdaterte per tredje kvartal.

OPERASJONELL RISIKOSTYRING

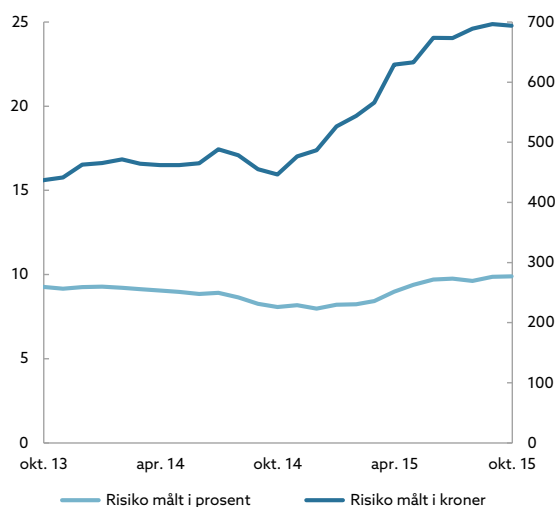
Hovudstyret i Noregs Bank fastset rammene for operasjonell risikostyring og internkontroll i Norges Bank Investment Management. Hovudstyret har bestemt at det i løpet av ein tolv månaders periode skal vere mindre enn 20 prosent sannsyn for at operasjonelle risikofaktorar vil føre til 750 millionar kroner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

Vi anslår kvart kvartal kor store tap eller vinstar vi vil kunne få på eitt års sikt som følgje av uønskte operasjonelle hendingar i og rundt forvaltninga. Anslaget baserer seg på hendingar som har skjedd og vurdering av framtidig risiko. Anslaget

representerer den berekna operasjonelle risikoeksponeringa til fondet. I tredje kvartal var den estimerte operasjonelle risikoeksponeringa innanfor styrets risikotoleranse. Det vart registrert 66 uønskte operasjonelle hendingar i tredje kvartal. Samla sett gav hendingane ein finansiell effekt på rundt 39 millionar kroner.

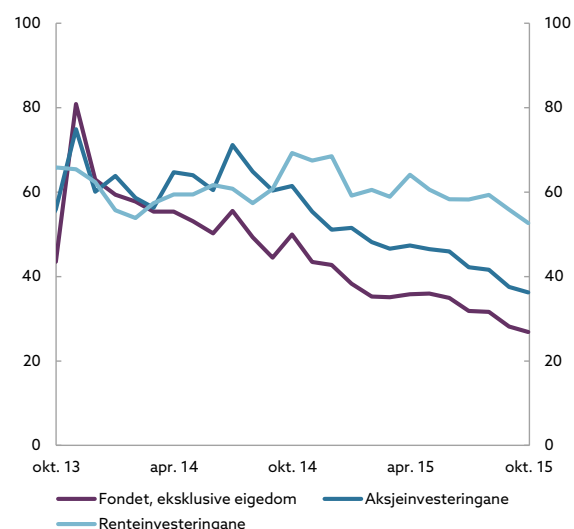
Finansdepartementet har sett reglar for fondsførvaltinga. Departementet skal orienterast ved vesentlege brot på spesifiserte rammer. Det vart ikkje avdekt nokon slike brot i løpet av kvartalet. Vi mottok i same periode heller ikkje noko varsel om vesentlege brot på marknadsreguleringar eller anna generell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

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



Kjelde: Norges Bank Investment Management

Figur 9 Forventa relativ volatilitet for fondet, eksklusive eigedom. Basispunkt



Kjelde: Norges Bank Investment Management

Tabell 9 Risiko og eksponering for fondet. Prosent

	Grenser fastsette av Finansdepartementet	30.09.2015
Eksponering	Aksjar 50-70 % av fondet*	59,4
	Eigedom 0-5 % av fondet	3,0
Marknadsrisiko	1 prosentpoeng forventa relativ volatilitet for fondets aksje- og renteinvesteringar	0,3
Kreditrisiko	Inntil 5 % av renteinvesteringane kan ha lågare kredittvurdering enn kategori BBB-	0,7
Høgaste eigardel	Maksimalt 10 % av aksjar det er stemmerett for i eit børsnotert selskap i aksjeporteføljen	9,6

* Eksponering mot aksjar er berekna der derivat er avbilda med den underliggjande økonomiske eksponeringa mot aksjar.

NØKKELTAL

Tabell 10 Kvartalsvis avkastning per 30. september 2015

	3. kv. 2015	2. kv. 2015	1. kv. 2015	4. kv. 2014	3. kv. 2014	Til nå i år 30.09.2015
Avkastning målt i fondets valutakorg						
Avkastning på aksjeinvesteringane (prosent)	-8,56	-0,23	7,53	2,74	-0,49	-1,90
Avkastning på renteinvesteringane (prosent)	0,90	-2,22	1,63	1,68	0,95	0,26
Avkastning på eigedomsinvesteringane (prosent)	2,97	1,96	3,10	3,53	1,48	8,25
Avkastning på fondet (prosent)	-4,93	-0,87	5,28	2,37	0,07	-0,79
Avkastning på aksje- og renteinvesteringane (prosent)	-5,15	-0,95	5,33	2,35	0,06	-1,05
Avkastning på referanseindeksane for aksjar og obligasjonar (prosent)	-4,93	-1,33	5,13	2,43	0,58	-1,38
Relativ avkastning på aksje- og renteinvesteringane (prosentpoeng)	-0,22	0,38	0,19	-0,08	-0,52	0,33
Relativ avkastning på aksjeinvesteringane (prosentpoeng)	-0,07	0,40	0,39	0,09	-0,76	0,67
Relativ avkastning på renteinvesteringane (prosentpoeng)	-0,64	0,34	-0,14	-0,39	-0,14	-0,41
Forvaltingsgodtgjersle (prosentpoeng)	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,04
Avkastning på fondet etter forvaltingskostnader (prosent)	-4,95	-0,89	5,26	2,36	0,06	-0,83
Avkastning målt i norske kroner (prosent)						
Avkastning på aksjeinvesteringane	-2,29	-1,17	11,29	16,14	-0,20	7,47
Avkastning på renteinvesteringane	7,82	-3,14	5,17	14,94	1,24	9,83
Avkastning på eigedomsinvesteringane	10,03	1,00	6,70	17,04	1,78	18,58
Avkastning på fondet	1,59	-1,81	8,95	15,72	0,36	8,68

Tabell 11 Historiske nøkkeltal per 30. september 2015. Annualiserte tal målt i fondets valutakorg

	Sidan 01.01.1998	Siste 10 år	Siste 5 år	Siste 3 år	Siste 12 månader
Avkastning på fondet (prosent)					
Avkastning på aksje- og renteinvesteringane (prosent)	5,49	5,22	7,25	8,44	1,27
Avkastning på referanseindeksane for aksjar og obligasjonar (prosent)	5,23	5,12	7,07	8,22	1,01
Relativ avkastning på aksje- og renteinvesteringane (prosentpoeng)	0,26	0,10	0,17	0,22	0,26
Årleg prisvekst (prosent)	1,81	1,85	1,78	1,10	0,30
Årlege forvaltingskostnader (prosent)	0,09	0,09	0,07	0,06	0,06
Årleg netto realavkastning (prosent)	3,55	3,25	5,35	7,30	1,20
Standardavvik (prosent)	7,54	8,82	6,90	6,16	7,38
Faktisk relativ volatilitet på fondets aksje- og renteinvesteringar (prosentpoeng)	0,73	0,91	0,38	0,40	0,34
Informasjonsrate (IR)* på aksje- og renteinvesteringane	0,36	0,11	0,45	0,55	0,76

* IR er eit mål på risikostjert avkastning. IR blir berekna som forholdstalet mellom den relative avkastninga på fondet og den faktiske relative volatiliteten i fondet. IR viser den relative avkastninga per risikoeining.

Tabell 12 Nøkkeltal per 30. september 2015

	3. kv. 2015	2. kv. 2015	1. kv. 2015	4. kv. 2014	3. kv. 2014
Marknadsverdi (mrd. kroner)*					
Aksjeinvesteringanes marknadsverdi	4 191	4 330	4 380	3 940	3 396
Renteinvesteringanes marknadsverdi	2 620	2 382	2 474	2 350	2 064
Eigedomsinvesteringanes marknadsverdi	208	186	158	141	74
Fondets marknadsverdi	7 019	6 897	7 012	6 431	5 534
Tilførsel*	12	12	5	25	36
Fondets avkastning	-273	-73	401	259	15
Endring som følge av svingingar i kronekursen	382	-53	175	613	5
Endring i marknadsverdien	121	-115	581	896	56
Kostnader i forvaltinga (prosent)					
Bereknna innfasingskostnader**	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Forvaltingskostnader	0,05	0,05	0,06	0,06	0,05
Verdiutvikling f.o.m. fyrste tilførsel i 1996 (mrd. kroner)					
Samla brutto tilførsel	3 485	3 472	3 459	3 452	3 426
Samla forvaltingsgodtgjersle***	30	29	28	27	26
Samla tilførsel etter forvaltingsgodtgjersle	3 455	3 443	3 431	3 425	3 400
Samla avkastning	2 397	2 670	2 743	2 343	2 084
Endring som følge av svingingar i kronekursen	1 167	785	838	663	50
Marknadsverdien av fondet	7 019	6 897	7 012	6 431	5 534
Samla avkastning etter forvaltingskostnader	2 367	2 641	2 716	2 316	2 058
* Marknadsverdien av fondet er presentert i tabellen før påkomen forvaltingsgodtgjersle. Marknadsverdien vil derfor vike noko frå <i>Balanse</i> og <i>Oppstilling av endringar i eigars kapital</i> i rekneskapsrapporteringa. Tilførslane i denne tabellen vik noko frå rekneskapsrapporteringa på grunn av ulik behandling av oppgjer av forvaltingsgodtgjersle (jf. <i>Kontantstraumoppstilling</i> og <i>Oppstilling av endringar i eigars kapital</i>) og uoppgjort tilførsel (jf. <i>Kontantstraumoppstilling</i>).					
** Bereknna kostnader ved tilførsel av nye midlar til fondet. Kostnader ved strategiske endringar i fondet er ikkje inkluderte. Kostnader som følge av vanleg indeksvedlikehald, t.d. som følge av at selskap, utferdarar og obligasjonar går inn og ut av referanseindeksen og tilbakeveking av indeksane, er heller ikkje tekne med.					
*** Forvaltingskostnader i dotterselskap, jf. Tabell 9.2 i rekneskapsrapporteringa, er ikkje ein del av forvaltingsgodtgjersla. Desse er alt trekte frå i samla avkastning, dvs. i avkastning før forvaltingsgodtgjersle.					

Tabell 13 Akkumulert avkastning sidan fyrste tilførsel i 1996. Milliardar kroner

	3. kv. 2015	2. kv. 2015	1. kv. 2015	4. kv. 2014	3. kv. 2014
Aksjeinvesteringanes avkastning	1 529	1 875	1 894	1 567	1 409
Renteinvesteringanes avkastning	840	772	830	761	665
Eigedomsinvesteringanes avkastning	28	22	19	14	9
Fondets avkastning	2 397	2 670	2 743	2 343	2 084

REGNSKAPSRAPPORTERING

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

RESULTATREGNSKAP	18
BALANSE	19
KONTANTSTRØMOPPSTILLING	20
OPPSTILLING AV ENDRINGER I EIERS KAPITAL	21
NOTER TIL REGNSKAPSRAPPORTERING	
NOTE 1 Generell informasjon	22
NOTE 2 Regnskapsprinsipper	22
NOTE 3 Avkastning per aktivaklasse	23
NOTE 4 Inntekt/kostnad fra Aksjer og andeler, Obligasjoner og Finansielle derivater	24
NOTE 5 Beholdninger av Aksjer og andeler, Obligasjoner og Finansielle derivater	25
NOTE 6 Eiendom	26
NOTE 7 Måling til virkelig verdi	28
NOTE 8 Risiko	30
NOTE 9 Forvaltningskostnader	34
REVISORS UTTALELSE	36

RESULTATREGNSKAP

Beløp i millioner kroner	Note	3. kvartal 2015	3. kvartal 2014	Hittil i år 30.09.2015	Hittil i år 30.09.2014	2014
Resultat fra porteføljen før gevinst/tap valuta						
Renteinntekter og kostnader fra innskudd i banker og kortsiktig innlån		3	1	-18	13	48
Renteinntekter og kostnader fra utlån knyttet til gjensalgssavtaler		-54	14	-58	111	159
Inntekt/kostnad fra:						
- Aksjer og andeler	4	-305 450	-4 909	12 959	181 020	388 521
- Obligasjoner	4	32 967	20 801	34 618	104 334	158 027
- Eiendom	6	3 449	1 913	10 831	5 012	7 160
- Finansielle derivater	4	-3 036	-1 750	-1 560	-3 597	-8 208
Rentekostnader og inntekter på innlån knyttet til gjenkjøpsavtaler		65	-26	78	-59	-35
Andre renteinntekter og rentekostnader		-	-2	-	-5	-9
Skattekostnad		-910	-1 098	-2 263	-1 971	-2 026
Andre kostnader		-11	-1	-11	-2	-3
Porteføljeresultat før gevinst/tap valuta		-272 977	14 943	54 576	284 856	543 634
Gevinst/tap valuta		382 435	4 977	504 119	89 675	702 259
Porteføljeresultat		109 458	19 920	558 695	374 531	1 245 893
Forvaltningsgodtgjøring	9	-1 074	-741	-2 813	-2 110	-3 202
Periodens resultat og totalresultat		108 384	19 179	555 882	372 421	1 242 691

BALANSE

Beløp i millioner kroner	Note	30.09.2015	31.12.2014
EIENDELER			
Innskudd i banker		2 712	11 731
Utlån knyttet til gjensalgavtaler		134 221	45 536
Avgitt kontantsikkerhet		1 900	1 289
Uoppgjorte handler		43 476	1 376
Aksjer og andeler	5	3 889 188	3 790 853
Utlånte aksjer	5	332 481	166 842
Obligasjoner	5	2 515 540	2 324 626
Utlånte obligasjoner	5	145 575	25 163
Eiendom	6	159 092	106 431
Finansielle derivater	5	8 299	5 777
Andre eiendeler		3 256	3 847
SUM EIENDELER	7, 8	7 235 740	6 483 471
GJELD OG EIERS KAPITAL			
Gjeld			
Kortsiktig innlån		-	-
Innlån knyttet til gjenkjøpsavtaler		103 072	13 512
Mottatt kontantsikkerhet		37 991	27 006
Uoppgjorte handler		69 408	4 001
Finansielle derivater	5	6 236	7 895
Annen gjeld		101	318
Skyldig forvaltningsgodtgjøring	9	2 813	3 202
Sum gjeld		219 621	55 934
Eiers kapital		7 016 119	6 427 537
SUM GJELD OG EIERS KAPITAL	7, 8	7 235 740	6 483 471

KONTANTSTRØMOPPSTILLING

Beløp i millioner kroner, innbetaling (+) / utbetaling (-)	Hittil i år 30.09.2015	Hittil i år 30.09.2014	2014
Operasjonelle aktiviteter			
Netto innbetaling/utbetaling av renter på innskudd i banker og låneopptak hos banker	893	-871	-1 718
Netto innbetaling/utbetaling ved gjensalgsvtaler og gjenkjøpsavtaler	5 410	-47 161	-18 744
Netto innbetaling/utbetaling ved kjøp og salg av aksjer og andeler	-54 473	-82 403	-144 448
Netto innbetaling/utbetaling ved kjøp og salg av obligasjoner	-115 688	-79 628	-62 878
Netto innbetaling/utbetaling ved kjøp og salg av eiendom	-30 655	-19 125	-37 711
Netto innbetaling/utbetaling fra finansielle derivater	-2 453	-1 370	-1 204
Utbytte fra investeringer i aksjer og andeler	86 651	69 565	82 623
Innbetaling av renter på investeringer i obligasjoner	56 563	47 665	63 309
Inntekt mottatt fra utlån av aksjer og obligasjoner	2 544	2 090	2 550
Netto innbetaling/utbetaling fra eiendomsdrift	2 651	1 573	1 966
Kontantsikkerhet mottatt eller betalt ved verdipapirutlån, derivater og gjenkjøpsavtaler	8 872	-9 378	-21 058
Netto innbetaling/utbetaling knyttet til andre kostnader, andre eiendeler og annen gjeld	1 584	1 570	-2 625
Netto innbetaling/utbetaling av skatt	-2 113	-2 206	-2 740
Utbetaling forvaltningshonorar til Norges Bank*	-3 202	-2 889	-2 889
Netto utbetaling fra operasjonelle aktiviteter	-43 416	-122 568	-145 567
Finansieringsaktiviteter			
Tilførsel fra den norske stat**	32 869	125 821	150 894
Netto innbetaling fra finansieringsaktiviteter	32 869	125 821	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	-10 547	3 253	5 327
Netto gevinst/tap valuta på kontanter og kontantekvivalenter	1 528	750	2 451
Kontanter og kontantekvivalenter per periodens slutt	2 712	7 956	11 731
Kontanter og kontantekvivalenter består av:			
Innskudd i banker	2 712	7 986	11 731
Kortsiktig innlån	-	-30	-
Totalt kontanter og kontantekvivalenter per periodens slutt	2 712	7 956	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	-	372 421	372 421
Tilførsel i perioden*	124 899	-	124 899
30. september 2014	3 423 840	2 108 326	5 532 166
1. oktober 2014	3 423 840	2 108 326	5 532 166
Totalresultat	-	870 270	870 270
Tilførsel i perioden*	25 101	-	25 101
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	-	555 882	555 882
Tilførsel i perioden*	32 700	-	32 700
30. september 2015	3 481 641	3 534 478	7 016 119

* Sum eiers kapital tilsvarer Finansdepartementets innskudd på kronekonto i Norges Bank. Av totale tilførsler til kronekontoen til Statens pensjonsfond utland i de tre første kvartalene av 2015 ble 3,2 milliarder kroner benyttet til å betale skyldig forvaltningsgodtgjøring for 2014, mens 29,5 milliarder kroner gikk til investeringsporteføljens plasseringer. Tilsvarende beløp for tredje kvartal 2014 var henholdsvis 2,9 milliarder kroner og 122 milliarder kroner.

Norges Banks hovedstyre
Oslo, 21. oktober 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 tredje kvartal 2015, som kun omfatter regnskapsrapporteringen for SPU, ble godkjent av hovedstyret 21. oktober 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 forventninger om fremtidige hendelser som anses å være sannsynlige på det tidspunktet regnskapet avlegges. Estimatenes er basert på beste skjønn, men faktisk resultat kan avvike fra estimatet.

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

	3. kvartal 2015	2. kvartal 2015	1. kvartal 2015	4. kvartal 2014	3. kvartal 2014	Hittil i år 30.09.2015
Avkastning målt i fondets valutakurv						
Aksjeinvesteringenes avkastning (prosent)	-8,56	-0,23	7,53	2,74	-0,49	-1,90
Renteinvesteringenes avkastning (prosent)	0,90	-2,22	1,63	1,68	0,95	0,26
Eiendomsinvesteringenes avkastning (prosent)	2,97	1,96	3,10	3,53	1,48	8,25
Fondets avkastning (prosent)	-4,93	-0,87	5,28	2,37	0,07	-0,79
Avkastning målt i norske kroner (prosent)						
Aksje- og renteinvesteringenes avkastning (prosent)	-5,15	-0,95	5,33	2,35	0,06	-1,05
Avkastning på referanseindeksene for aksjer og obligasjoner (prosent)	-4,93	-1,33	5,13	2,43	0,58	-1,38
Aksje- og renteinvesteringenes relative avkastning (prosentpoeng)	-0,22	0,38	0,19	-0,08	-0,52	0,33
Aksjeinvesteringenes relative avkastning (prosentpoeng)	-0,07	0,40	0,39	0,09	-0,76	0,67
Renteinvesteringenes relative avkastning (prosentpoeng)	-0,64	0,34	-0,14	-0,39	-0,14	-0,41
Avkastning målt i norske kroner (prosent)						
Aksjeinvesteringenes avkastning	-2,29	-1,17	11,29	16,14	-0,20	7,47
Renteinvesteringenes avkastning	7,82	-3,14	5,17	14,94	1,24	9,83
Eiendomsinvesteringenes avkastning	10,03	1,00	6,70	17,04	1,78	18,58
Fondets avkastning	1,59	-1,81	8,95	15,72	0,36	8,68
Aksje- og renteinvesteringenes avkastning	1,35	-1,89	9,00	15,70	0,35	8,40

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 resultat-
regnskapet for den aktuelle resultatlinjen.

Tabell 4.1 Spesifisering Inntekt/kostnad fra aksjer og andeler

Beløp i millioner kroner	3. kvartal 2015	3. kvartal 2014	Hittil i år 30.09.2015	Hittil i år 30.09.2014	2014
Utbytte	24 586	19 896	88 971	72 941	87 962
Inntekt fra verdipapirutlån	609	430	2 507	2 101	2 578
Realisert gevinst/tap	31 930	18 965	110 217	66 482	75 832
Urealisert gevinst/tap	-362 575	-44 200	-188 736	39 496	222 149
Inntekt/kostnad fra aksjer og andeler før gevinst/tap valuta	-305 450	-4 909	12 959	181 020	388 521

Tabell 4.2 Spesifisering Inntekt/kostnad fra obligasjoner

Beløp i millioner kroner	3. kvartal 2015	3. kvartal 2014	Hittil i år 30.09.2015	Hittil i år 30.09.2014	2014
Renter	20 621	16 422	58 315	47 260	65 472
Inntekt fra verdipapirutlån	37	4	82	16	21
Realisert gevinst/tap	-116	6 112	17 824	11 229	14 831
Urealisert gevinst/tap	12 425	-1 737	-41 603	45 829	77 703
Inntekt/kostnad fra obligasjoner før gevinst/tap valuta	32 967	20 801	34 618	104 334	158 027

Tabell 4.3 Spesifisering Inntekt/kostnad fra finansielle derivater

Beløp i millioner kroner	3. kvartal 2015	3. kvartal 2014	Hittil i år 30.09.2015	Hittil i år 30.09.2014	2014
Utbytte	8	-	8	-	-
Renter	-218	-106	-705	-187	-285
Realisert gevinst/tap	-632	128	-1 646	-2 664	-4 226
Urealisert gevinst/tap	-2 194	-1 772	783	-746	-3 697
Inntekt/kostnad fra finansielle derivater før gevinst/tap valuta	-3 036	-1 750	-1 560	-3 597	-8 208

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

Tabell 5.1 Aksjer og andeler

Beløp i millioner kroner	30.09.2015		31.12.2014	
	Virkelig verdi inkl. utbytte	Opptjent utbytte	Virkelig verdi inkl. utbytte	Opptjent utbytte
Børsnoterte aksjer og andeler	4 221 669	7 484	3 957 695	7 012
Sum aksjer og andeler	4 221 669	7 484	3 957 695	7 012
<i>Herav utlånte aksjer</i>	332 481		166 842	

Tabell 5.2 Obligasjoner

Beløp i millioner kroner	30.09.2015			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	1 274 600	1 446 450	11 633	1 095 771	1 296 796	9 832
Statsrelaterte obligasjoner	356 713	376 537	3 291	316 496	343 771	3 308
Realrenteobligasjoner	95 310	112 139	364	52 788	63 715	222
Selskapsobligasjoner	544 864	559 229	5 804	430 017	454 559	4 933
Pantesikrede obligasjoner	167 305	166 760	2 141	176 199	190 948	2 767
Sum obligasjoner	2 438 792	2 661 115	23 233	2 071 271	2 349 789	21 062
<i>Herav utlånte obligasjoner</i>		145 575			25 163	

Tabell 5.3 Finansielle derivater

Beløp i millioner kroner	30.09.2015			31.12.2014		
	Pålydende verdi	Virkelig verdi		Pålydende verdi	Virkelig verdi	
		Eiendel	Gjeld		Eiendel	Gjeld
Valutaderivater	284 447	4 113	1 876	204 179	5 275	3 141
Rentederivater	40 562	553	4 360	37 194	112	4 754
Aksjederivater*	5 796	3 633	-	1 596	390	-
Sum finansielle derivater	330 805	8 299	6 236	242 969	5 777	7 895

* Aksjederivater inneholder rights og warrants (tidligere presentert som opsjoner), og deltagerssertifikater.

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	3. kvartal 2015	3. kvartal 2014	Hittil i år 30.09.2015	Hittil i år 30.09.2014	2014
Utbytte	776	126	1 486	352	598
Renteinntekter	412	303	1 165	957	1 368
Urealisert gevinst/tap	2 261	1 484	8 180	3 703	5 194
Inntekt/kostnad fra Eiendom før gevinst/tap valuta	3 449	1 913	10 831	5 012	7 160

Tabell 6.2 Balanseendringer Eiendom

Beløp i millioner kroner	30.09.2015	31.12.2014
Eiendom, inngående balanse 1. januar	106 431	51 032
Tilgang nye investeringer	30 655	37 711
Urealisert gevinst/tap	8 180	5 194
Valutaeffekt ved omregning til norske kroner	13 826	12 494
Eiendom, utgående balanse for perioden	159 092	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 og eventuelle salg av eiendeler, 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	3. kvartal 2015	3. kvartal 2014	Hittil i år 30.09.2015	Hittil i år 30.09.2014	2014
Netto leieinntekter*	1 909	923	4 890	2 504	3 747
Realisert gevinst/tap	279	-	279	-	-
Virkelig verdiendringer - bygninger	1 856	1 707	7 300	3 860	5 464
Virkelig verdiendringer - gjeld	-24	-49	229	-199	-395
Transaksjonskostnader	-63	-385	-241	-480	-586
Rentekostnader ekstern gjeld	-189	-86	-483	-219	-354
Betalbar skatt	-23	-19	-65	-62	-81
Endring utsatt skatt	-123	-85	-359	-166	-292
Driftskostnader innenfor rammen fra Finansdepartementet**	-25	-21	-66	-58	-83
Andre driftskostnader***	-148	-72	-653	-168	-261
Netto inntekt eiendomsselskaper	3 449	1 913	10 831	5 012	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 eiendomsforvaltere, samt andre kostnader som ikke dekkes innenfor rammen fra Finansdepartementet.

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

Tabell 6.4 Spesifikasjon eiendeler og forpliktelser eiendomsselskaper

Beløp i millioner kroner	30.09.2015	31.12.2014
Innskudd i banker	1 928	1 170
Bygninger	177 400	118 515
Ekstern gjeld	-18 051	-11 985
Betalbar skatt	-249	-98
Netto utsatt skatt	-943	-520
Netto andre eiendeler og forpliktelser	-993	-651
Sum eiendeler og forpliktelser eiendomsselskaper	159 092	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 46 887 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 Investeringer på nivåer for verdsettelsesusikkerhet

Beløp i millioner kroner	Nivå 1		Nivå 2		Nivå 3		Totalt	
	30.09.2015	31.12.2014	30.09.2015	31.12.2014	30.09.2015	31.12.2014	30.09.2015	31.12.2014
Aksjer og andeler	4 193 463	3 925 476	23 119	30 236	5 087	1 983	4 221 669	3 957 695
Statsobligasjoner	1 335 856	1 141 268	110 594	155 528	-	-	1 446 450	1 296 796
Statsrelaterte obligasjoner	326 728	308 397	48 871	27 424	938	7 950	376 537	343 771
Realrenteobligasjoner	100 805	55 613	11 334	8 102	-	-	112 139	63 715
Selskapsobligasjoner	534 044	246 887	24 656	192 266	529	15 406	559 229	454 559
Pantesikrede obligasjoner	156 839	172 332	8 505	16 703	1 416	1 913	166 760	190 948
Sum obligasjoner	2 454 272	1 924 497	203 960	400 023	2 883	25 269	2 661 115	2 349 789
Finansielle derivater (eiendeler)	238	-	8 061	5 777	-	-	8 299	5 777
Finansielle derivater (gjeld)	-	-	-6 236	-7 895	-	-	-6 236	-7 895
Sum finansielle derivater	238	-	1 825	-2 118	-	-	2 063	-2 118
Eiendom	-	-	-	-	159 092	106 431	159 092	106 431
Annet*	-	-	-25 008	18 942	-	-	-25 008	18 942
Totalt	6 647 973	5 849 973	203 896	447 083	167 062	133 683	7 018 931	6 430 739
Totalt (prosent)	94,8	91,0	2,8	6,9	2,4	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 tredje 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 (97,6 prosent ved utgangen av tredje kvartal 2015 sammenlignet med 97,9 prosent ved årsslutt 2014). Det var imidlertid store bevegelser mellom nivå 1 og nivå 2 i løpet av første kvartal 2015, og disse er nærmere omtalt i punkt 3 i denne noten.

Aksjer og andeler

For aksjer og andeler er usikkerheten rundt virkelig verdi tilnærmet uendret gjennom kvartalet. Målt som andel av total verdi er tilnærmet alle aksjer og andeler (99,3 prosent) priset ut i fra offisielle sluttkurser på børs og er klassifisert som nivå 1. Et fåtall aksjer og andeler (0,6 prosent) er tilordnet nivå 2. Herunder tilordnes aksjer som nylig er suspendert fra handel eller illikvide aksjer som ikke handles hver dag. Enkelte beholdninger (0,1 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

For obligasjoner er usikkerheten rundt virkelig verdi tilnærmet uendret gjennom kvartalet. Majoriteten av obligasjoner (92,2 prosent) er klassifisert som nivå 1 ved utgangen av tredje kvartal. Obligasjoner på dette nivået har observerbare markedspriser som kan handles på. Et mindretall av obligasjoner (7,7 prosent) er tilordnet nivå 2. Disse har ikke tilstrekkelig grad av markedspriser som kan handles på, eller de prises ut i fra sammenlignbare, men likvide, obligasjoner. Enkelte obligasjoner (0,1 prosent), hvor markedspriser ikke er observerbare, er klassifisert til nivå 3.

Eiendom

Unoterte eiendomsinvesteringer er diversifisert mellom 13 land og flere sektorer. En rekke faktorer blir vurdert i verdsettelsesprosessen.

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 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.

Selv om verdsettelsesrisiko målt i kroner har økt som en funksjon av økning i porteføljen, har den underliggende verdsettelsesusikkerheten ikke endret seg vesentlig sammenlignet med årsslutt 2014.

3. BEVEGELSER MELLOM NIVÅER I HIERARKIET

Reklassifisering mellom nivå 1 og nivå 2

Det er ingen signifikant endring mellom nivåene innen aksjer og andeler sammenlignet med forrige kvartal. Greske aksjer og andre enkeltaksjer som tidligere var suspendert, men hvor handel er gjenopptatt, er reklassifisert til nivå 1 i løpet av kvartalet. Noen beholdninger i russiske selskaper har i løpet av kvartalet blitt flyttet fra nivå 2 til nivå 1 ettersom aksjeprisene er basert på direkte observerbare kurser. Enkelte kinesiske aksjer, som har blitt suspendert fra handel, er flyttet fra nivå 1 til nivå 2 i løpet av tredje kvartal. Gjennom året er nivåene innen aksjer og andeler tilnærmet uendret.

Andelen av obligasjoner som er tilordnet nivå 1 eller nivå 2 er nærmest uendret i løpet av tredje kvartal. Enkelte obligasjoner er imidlertid flyttet fra nivå 2 til nivå 1. Disse obligasjonene hadde observerbare markedspriser som kunne handles på i tredje kvartal.

Sammenlignet med årsslutt 2014, er det ingen vesentlig endring i faktisk verdsettelsesusikkerhet for obligasjoner. I løpet av første kvartal ble imidlertid en signifikant andel av obligasjoner reklassifisert fra nivå 2 til nivå 1. Hovedårsaken til denne reklassiferingen var et bredere informasjonsgrunnlag som ga økt markeds-transparens og innsikt i likviditet gjennom ytterligere tilgang på detaljert markedsinformasjon, herunder omfanget av gjennomførte handler i markedet over en lengre periode.

Tabell 7.2 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	30.09.2015
Aksjer og andeler	1 983	777	-251	16	-573	3 936	-1 174	373	5 087
Obligasjoner	25 269	2 859	-591	-243	-600	117	-24 437	509	2 883
Eiendom	106 431	30 655	-	-	8 180	-	-	13 826	159 092
Totalt	133 683	34 291	-842	-227	7 007	4 053	-25 611	14 708	167 062

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

Det er ingen signifikante endringer i nivå 3 sammenlignet med forrige kvartal, hverken for aksjer eller obligasjoner.

Aksjer og andeler i nivå 3 har økt sammenlignet med utgangen av 2014. Dette skyldes enkeltaksjer som har vært suspendert fra handel over lengre tid.

For obligasjoner er den relative andelen i nivå 3 betydelig lavere sammenlignet med utgangen av 2014. Dette skyldes i stor grad reklassifiseringer i første kvartal. Årsaken til denne reklassifiseringen er omtalt ovenfor. I tillegg er enkelte obligasjonsbeholdninger omklassifisert til nivå 2 i andre og tredje kvartal. Disse obligasjonene er i hovedsak priset basert på sammenlignbare

utstedelser og de innehar dermed lavere usikkerhet rundt etablering av virkelig verdi.

Alle eiendomsinvesteringer er klassifisert som nivå 3, og økningen i perioden skyldes i hovedsak nye investeringer, samt verdiøkninger og valutaeffekter.

4. SENSITIVITETSANALYSE FOR NIVÅ 3 BEHOLDNINGER

Tabell 7.3 Ytterligere spesifisering nivå 3 og sensitiviteter

Beløp i millioner kroner	Spesifisering av nivå 3 per 30.09.2015	Sensitiviteter 30.09.2015		Spesifisering av nivå 3 per 31.12.2014	Sensitiviteter 31.12.2014	
		Ufordelaktige endringer	Fordelaktige endringer		Ufordelaktige endringer	Fordelaktige endringer
Aksjer og andeler	5 087	-2 254	2 610	1 983	-843	587
Statsrelaterte obligasjoner	938	-94	94	7 950	-781	780
Selskapsobligasjoner	529	-368	18	15 406	-1 884	1 640
Pantesikrede obligasjoner	1 416	-142	142	1 913	-191	287
Sum obligasjoner	2 883	-604	254	25 269	-2 856	2 707
Eiendom	159 092	-8 270	9 075	106 431	-5 532	6 071
Totalt	167 062	-11 128	11 939	133 683	-9 231	9 365

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

Eiendomsverdiene er spesielt sensitive til endringer i avkastningskrav og forutsetninger som påvirker fremtidige inntekter. Under et ufordelaktig scenario er det beregnet at en endring i avkastningskrav på +0,2 prosentpoeng, og en reduksjon i fremtidige leieinntekter på -2 prosent vil redusere eiendomsporteføljens verdi med om lag 5,2 prosent eller 8 270 millioner kroner. Under et fordelaktig scenario vil en tilsvarende endring i avkastningskrav på -0,2 prosentpoeng og en økning i

fremtidige leieinntekter på 2 prosent øke eiendomsporteføljens verdi med 5,7 prosent eller 9 075 millioner kroner.

Den relative verdsettelsesusikkerheten for aksjer har økt noe sammenlignet med årsslutt. Dette skyldes at sammensetningen av selskaper tilordnet nivå 3 har endret seg, samtidig som verdiene i dette nivået har økt. For obligasjoner er det relative utfallsrommet i sensitivitetsanalysen tilnærmet uendret siden årsslutt. Målt i kroner er imidlertid opp- og nedsidene betydelig lavere ettersom obligasjonsverdiene tilordnet nivå 3 har gått ned.

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 gått ned fra 61,3 prosent ved årsslutt 2014 til 59,7 prosent ved utgangen av tredje kvartal.

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 før forvaltningsgodtgjøring	
	Marked	30.09.2015	Marked	31.12.2014	30.09.2015	31.12.2014	30.09.2015	31.12.2014
Aksjer	Utviklet	90,9	Utviklet	90,2				
	USA	35,0	USA	33,7				
	Storbritannia	11,8	Storbritannia	12,5				
	Japan	9,1	Japan	7,4				
	Sveits	5,6	Tyskland	6,1				
	Tyskland	5,6	Frankrike	5,8				
	Sum andre	23,8	Sum andre	24,7				
	Fremvoksende	9,1	Fremvoksende	9,8				
	Kina	2,8	Kina	2,9				
	Taiwan	1,4	Taiwan	1,5				
	India	1,1	India	1,0				
	Brasil	0,5	Brasil	0,9				
	Sør-Afrika	0,5	Sør-Afrika	0,6				
	Sum andre	2,8	Sum andre	2,9				
Aksjer totalt					59,7	61,3	4 190 651	3 939 923
Obligasjoner	Utviklet	88,1	Utviklet	87,2				
	Amerikanske dollar	42,3	Amerikanske dollar	41,4				
	Euro	24,7	Euro	24,5				
	Japanske yen	7,5	Japanske yen	7,4				
	Britiske pund	5,5	Britiske pund	5,3				
	Kanadiske dollar	3,0	Kanadiske dollar	3,3				
	Sum andre	5,1	Sum andre	5,3				
	Fremvoksende	11,9	Fremvoksende	12,8				
	Meksikanske peso	1,8	Meksikanske peso	1,8				
	Sørkoreanske won	1,5	Brasilianske real	1,5				
	Indiske rupi	1,0	Sørkoreanske won	1,5				
	Tyrkiske lira	0,9	Tyrkiske lira	1,1				
	Kinesiske yuan	0,8	Indiske rupi	1,0				
	Sum andre	5,9	Sum andre	5,9				
Obligasjoner totalt					37,3	36,5	2 620 144	2 349 948
Eiendom	USA	39,5	Storbritannia	30,9				
	Storbritannia	30,3	USA	30,7				
	Frankrike	12,1	Frankrike	15,9				
	Tyskland	7,9	Tyskland	9,7				
	Sveits	4,3	Sveits	5,5				
	Sum andre	5,9	Sum andre	7,3				
Eiendom totalt**					3,0	2,2	208 136	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							
	30.09.2015	Min 2015	Maks 2015	Snitt 2015	31.12.2014	Min 2014	Maks 2014	Snitt 2014
Portefølje	9,9	8,1	9,9	9,2	8,2	7,9	9,3	8,7
Aksjer	12,5	10,9	12,5	11,7	11,1	11,0	14,4	13,0
Obligasjoner	10,0	7,9	10,0	9,1	7,9	7,5	8,9	8,3

Tabell 8.3 Relativ risiko, forventet relativ volatilitet i basispunkter

	Forventet relativ volatilitet							
	30.09.2015	Min 2015	Maks 2015	Snitt 2015	31.12.2014	Min 2014	Maks 2014	Snitt 2014
Portefølje	27	27	38	33	38	38	63	51
Aksjer	36	36	52	45	52	49	71	60
Obligasjoner	53	52	64	58	59	52	69	60

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

Risiko målt ved forventet volatilitet viser en økning for porteføljen i årets tredje kvartal, fra 8,2 ved årets begynnelse til 9,9. Forventet volatilitet for aksjer økte fra 11,1 til 12,5, mens forventet volatilitet for obligasjoner økte fra 7,9 til 10,0. Økningen i volatilitet skyldes i hovedsak større svingninger i valutamarkedene. I tredje kvartal førte økt usikkerhet rundt vekst i Kina og fremvoksende markeder til høyere volatilitet i de globale aksjemarkedene og store

svingninger i markedsverdien til fondet. Risikomålet indikerer en forventet årlig verdisvingning på 9,9 prosent eller omlag 690 milliarder kroner ved utgangen av kvartalet.

KREDITTRISIKO

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

Tabell 8.4 Obligasjonsporteføljen fordelt etter kredittvurdering

Beløp i millioner kroner, 30.09.2015	AAA	AA	A	BBB	Lavere vurdering	Total
Statsobligasjoner	684 422	230 490	331 172	196 912	3 454	1 446 450
Statsrelaterte obligasjoner	147 938	164 638	29 802	30 748	3 411	376 537
Realrenteobligasjoner	81 439	7 505	963	22 232	-	112 139
Selskapsobligasjoner	2 771	42 998	246 514	256 058	10 888	559 229
Pantesikrede obligasjoner	133 947	19 265	8 596	4 815	137	166 760
Sum obligasjoner	1 050 517	464 896	617 047	510 765	17 890	2 661 115

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 BBB ble redusert til 19,2 prosent ved slutten av tredje kvartal sammenlignet med 20,6 prosent ved årsslutt 2014. Dette skyldes i stor grad reduksjon i beholdningen av statsobligasjoner i fremvoksende markeder og pantesikrede obligasjoner i BBB kategorien. AAA kategorien var stabil med 39,5 prosent av obligasjonsbeholdningen ved slutten av tredje kvartal sammenlignet med årsslutt 2014. Innenfor denne kategorien ble nedgraderinger av kredittvurderingsbyråene oppveid av nye kjøp av AAA statsobliga-

sjoner. Kategorien *Lavere vurdering* var stabil med 0,7 prosent ved slutten av tredje kvartal sammenlignet med årsslutt. Kredittkvaliteten på obligasjonsporteføljen er totalt sett svakt forbedret 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, 30.09.2015	Brutto eksponering	Motregnings-effekter	Sikkerheter og garantier	Netto eksponering
Tidsinnskudd og usikrede bankinnskudd*	5 105	-	-	5 105
Ikke-børsnoterte derivater inklusiv valutakontrakter	19 982	6 924	-56	13 114
Clearede ikke-børsnoterte og børsnoterte derivater**	3 007	-	-	3 007
Gjenkjøps- og gjensalgavtaler	2 557	293	203	2 061
Verdipapirutlånstransaksjoner	41 907	-	1 160	40 747
Oppgjørslisiko på motpart og transaksjoner med lang oppgjørstid	447	-	-	447
Deltagelsessertifikater	3 329	-	-	3 329
Totalt	76 334	7 217	1 307	67 810

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
Clearede ikke-børsnoterte og børsnoterte derivater**	5 603	-	-	5 603
Gjenkjøps- og gjensalgavtaler	989	-	-	989
Verdipapirutlånstransaksjoner	16 480	-	15 345	1 135
Oppgjørslisiko på motpart og transaksjoner med lang oppgjørstid	15	-	-	15
Deltagelsessertifikater	-	-	-	-
Totalt	46 517	5 254	13 687	27 576

* Beløpet inkluderer bankinnskudd i ikke-konsoliderte datterselskaper eiendom.

** Gjelder futureshandler og rentebytteavtaler som er cleared av sentral motpart.

Tabell 8.5 viser motpartsrisiko per type posisjon per 30. september 2015, aggregert for SPU.

Motpartsrisikoen målt ved både brutto og netto risikoeksponering har økt siden årsslutt 2014. Netto risikoeksponering økte kraftig ved utgangen av tredje kvartal sammenlignet med årsslutt 2014. Dette skyldes i hovedsak at utlånsagenten reduserte sitt garanti-ansvar av verdipapirutlånsprogrammet på slutten av tredje kvartal, kombinert med en økning i eksponering fra verdipapirutlånsprogrammet i løpet av 2015. Bankinnskuddene samt eksponering fra cleared ikke-børsnoterte og børsnoterte derivater har blitt redusert siden årsslutt 2014. Økningen i brutto risikoek-

sponering skyldes i hovedsak en økning i utlån av verdipapir samt høyere oppgjørsrisiko fra valutakontrakter ved utgangen av tredje kvartal sammenlignet med årsslutt 2014. Ved årsslutt ble det gjort få valutahandler mens aktiviteten i valutakontrakter som generer oppgjørsrisiko har vært høyere i tredje kvartal. Det er i hovedsak valutakontrakter i valuta knyttet til fremvoksende markeder som genererer oppgjørsrisiko. Deltagelsessertifikater er et instrument som gir eksponering mot kursutvikling til aksjer, men gir samtidig motpartsrisiko mot utsteder av sertifikatet.

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	3. kvartal		Hittil i år		Hittil i år		Basis-	
	2015	2014	30.09.2015	Basis-punkter	30.09.2014	Basis-punkter	2014	Basis-punkter
Lønn, arbeidsgiveravgift og andre personalkostnader	270	200	777		550		763	
Kostnader til depot	94	116	290		345		457	
IT-tjenester, systemer og data	178	116	476		349		488	
Analyse, konsulent og juridiske tjenester	65	42	176		114		169	
Øvrige kostnader	52	21	134		84		119	
Fordelte felleskostnader Norges Bank	33	28	95		85		112	
Faste honorarer til eksterne forvaltere	173	140	539		377		445	
Forvaltningsgodtgjøring eksklusive avkastningsavhengige honorarer	865	663	2 487	4,8	1 904	4,8	2 553	4,7
Avkastningsavhengige honorarer til eksterne forvaltere	209	78	326		206		649	
Forvaltningsgodtgjøring	1 074	741	2 813	5,5	2 110	5,4	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	3. kvartal 2015	3. kvartal 2014	Hittil i år 30.09.2015	Hittil i år 30.09.2014	2014
Lønn, arbeidsgiveravgift og andre personalkostnader	4	6	15	19	25
IT-tjenester, systemer og data	8	3	17	9	14
Analyse, konsulent og juridiske tjenester	11	6	19	13	22
Honorarer knyttet til administrasjon av eiendomsinvesteringer (eksterne)	2	2	7	6	7
Øvrige kostnader, datterselskaper	-	4	8	11	15
Sum forvaltningskostnader datterselskaper eiendom	25	21	66	58	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 porteføljerisikoen 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 kostnadsgrænse 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 kostnadsgrænse.

Samlede forvaltningskostnader som måles mot den øvre kostnadsgrænse utgjør hittil i år 2 553 millioner kroner. Dette består av 2 487 millioner kroner i forvaltningskostnader i Norges Bank eksklusive avkastningsavhengige honorarer og 66 millioner kroner i forvaltningskostnader i datterselskaper eiendom. Dette tilsvarer 5,0 basispunkter av forvaltet kapital på årsbasis.

Avkastningsavhengige honorarer utgjør hittil i år 326 millioner kroner og de samlede forvaltningskostnader inklusive avkastningsavhengige honorarer utgjør 2 879 millioner kroner. Dette tilsvarer 5,6 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 30. september 2015, periodens resultat og totalresultat, oppstilling av endringer i eiers kapital, kontantstrømoppstilling for ni måneders perioden avsluttet denne dato, og utvalgte forklarende noter. Hovedstyret og ledelsen er ansvarlig for utarbeidelsen av og fremstillingen av delårsrapporteringen i samsvar med International Accounting Standard 34 «Interim Financial Reporting» som fastsatt av EU. Vår oppgave er å avgi en uttalelse om delårsrapporteringen basert på vår forenklete revisorkontroll.

Omfanget av den forenklete revisorkontrollen

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

Konklusjon

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

Oslo, 21. oktober 2015

Deloitte AS

Aase Aa. Lundgaard
statsautorisert revisor

