




STATENS PENSJONSFOND UTLAND

ÅRSRAPPORT
/2017





Vårt oppdrag
er å ivareta og
utvikle finansielle
verdier for fremtidige
generasjoner

Tall og fakta for 2017

13,7%

1 028 milliarder kroner

Statens pensjonsfond utland fikk en avkastning på **13,7** prosent, eller **1 028** milliarder kroner i 2017.



**AKSJE-
INVESTERINGER**

19,4 %



**UNOTERTE
EIENDOMSINVESTERINGER**

7,5 %



**RENTE-
INVESTERINGER**

3,3 %

Avkastningen på fondets aksjeinvesteringer var **19,4** prosent.
Investeringer i unotert eiendom fikk en avkastning på **7,5** prosent.
Renteinvesteringene fikk en avkastning på **3,3** prosent.



8 488

milliarder kroner

Markedsverdien av fondet var **8 488** milliarder kroner ved utgangen av året, opp fra **7 510** milliarder kroner året før.

Markedsverdien på aksjeinvesteringene var på **5 653** milliarder kroner. De unoterte eiendomsinvesteringene hadde en markedsverdi på **219** milliarder kroner. Rentepapirenes markedsverdi var på **2 616** milliarder kroner.

6 430 738 694 662 KR
2014

5 037 734 265 965 KR
2013

3 815 769 355 329 KR
2012

8 488 454 661 933 KR
2017

7 510 494 110 324 KR
2016

7 475 153 025 361 KR
2015



66,6 %

**AKSJE-
INVESTETERINGER**



2,6 %

**UNOTERTE
EIENDOMSINVESTETERINGER**



30,8 %

**RENTE-
INVESTETERINGER**

Fondets investeringer var fordelt med
66,6 prosent i aksjer,
2,6 prosent i unotert eiendom og
30,8 prosent i rentepapirer.

Innhold

2017

1

RESULTATENE

1.1 Hovedstyrets vurderinger _____	9
1.2 Leder _____	12
1.3 Hovedtall _____	14

2

FONDET

2.1 Oppdraget _____	23
2.2 Markedene _____	25
2.3 Globale investeringer _____	26

3

INVESTERINGENE

3.1 Aksjer _____	32
3.2 Eiendom _____	39
3.3 Renter _____	46

4

FORVALTNINGEN

- 4.1 Investeringsstrategiene _____ 50
- 4.2 Investeringsrisiko _____ 56
- 4.3 Ansvarlig forvaltning __ 61

5

ORGANISERINGEN

- 5.1 Forvaltningsorganisasjonen _____ 68
- 5.2 Forvaltningens gjennomføring _____ 71
- 5.3 Forvaltningskostnader _____ 72

6

REGNSKAPET

- 6.1 Regnskapsrapportering _____ 78
- 6.2 Noter til regnskapsrapportering _____ 84
- 6.3 Uavhengig revisors beretning _____ 138



8

Øystein Olsen

leder for hovedstyret

Hovedstyrets vurdering av resultatene

Investeringene i Statens pensjonsfond utland hadde en avkastning på 13,7 prosent i 2017. Hovedstyret er tilfreds med at avkastningen både i 2017 og over tid har vært god, og høyere enn avkastningen på referanseindeksen som forvaltningen måles mot.

Ved utgangen av 2017 var markedsverdien til Statens pensjonsfond utland 8 488 milliarder kroner. Fondets avkastning før forvaltningskostnader var på 13,7 prosent målt i fondets valutakurv. Aksjeavkastningen var på 19,4 prosent og obligasjonsavkastningen på 3,3 prosent. Avkastningen på investeringer i unotert eiendom var 7,5 prosent. Forvaltningskostnadene utgjorde til sammen 0,06 prosent av fondets kapital.

Avkastningen i 2017 tilsvarte 1 028 milliarder kroner. Avkastningen er den tredje høyeste i prosent, og den høyeste målt i kroner, siden oppstart. Hovedstyret merker seg at den årlige avkastningen har vært på 9,9 prosent de siste seks årene. Med en aksjeandel som gradvis øker til 70 prosent, må en være forberedt på betydelige svingninger i fondets verdi fra år til år.

I 20-årsperioden som har gått siden Norges Bank Investment Management ble etablert ved inngangen til 1998, har den årlige avkastningen for fondet vært på 6,1 prosent. Årlig netto realavkastning, etter fradrag for forvaltningskostnader og inflasjon, var 4,2 prosent i denne perioden.

Norges Bank forvalter fondet med sikte på høyest mulig avkastning over tid, innenfor de rammene som Finansdepartementet har gitt for forvaltningen. For å løse oppdraget har banken utviklet investeringsstrategier som søker å utnytte fondets særtrekk og fortrinn. For perioden 2013–2017 kan strategiene deles inn i hovedgruppene allokering, verdipapir-seleksjon og markedseksponering. Strategiene utfyller hverandre, og målet er at de samlet gir en høyere avkastning enn referanseindeksen over tid.

I 2017 var fondets avkastning før forvaltningskostnader hele 0,7 prosentpoeng høyere enn i referanseindeksen. Bidraget til meravkastningen var positivt fra både allokering, verdipapir-seleksjon og markedseksponering. I femårsperioden fra og med 2013 var bidraget til

meravkastning fra allokering negativt, mens både verdipapirseleksjon og markeds-eksponering bidro positivt til meravkastningen. Samlet sett ga de ulike strategiene en årlig meravkastning før forvaltningskostnader på 0,29 prosentpoeng i perioden 2013–2017.

Meravkastningen de siste fem årene er på linje med meravkastningen for hele perioden 1998–2017. Størrelsen på fondet kan imidlertid gjøre det mer krevende å opprettholde nivået på meravkastningen målt i prosent fremover.

Norges Bank har siden 2010 gradvis bygget opp en portefølje av eiendomsinvesteringer. Fra 2017 inngår ikke lenger unotert eiendom i fondets referanseindeks. Beslutninger om investeringer i eiendom er nå delegert til Norges Bank. Banken investerer i eiendom innenfor de rammene for avvik fra fondets referanseindeks som er fastsatt i mandatet fra Finansdepartementet. Eiendomsinvesteringer finansieres ved å selge aksjer og obligasjoner, og resultatene rapporteres som en delstrategi innenfor allokering. I 2017 var avkastningen i unotert eiendom høyere enn avkastningen på de aksjene og obligasjonene som ble solgt for å finansiere dem. Norges Bank investerer i eiendom for å spre risikoen i fondet bedre. Eiendomsinvesteringenes effekt på fondets samlede avkastning og risiko må vurderes over tid.

Målet om høyest mulig avkastning skal nås innenfor en akseptabel risiko. Risikoen måles, analyseres og følges opp ved bruk av et bredt sett av måltall og ulike typer analyser. En sentral bestemmelse i mandatet fra Finansdepartementet er at Norges Bank skal legge opp forvaltningen med sikte på at såkalt forventet relativ volatilitet ikke overstiger 1,25 prosentpoeng. Meravkastningen i 2017 ble oppnådd med en lav utnyttelse av denne rammen for relativ risiko, og ved utgangen av året var forventet relativ volatilitet 0,33 prosentpoeng.

Målingen av relativ volatilitet påvirkes i noen grad av volatiliteten i de brede finansmarkedene. Moderate svingninger i markedene de siste årene er derfor en del av forklaringen på at den målte relative volatiliteten ikke var høyere.

Analysen av risiko ved de ulike strategiene viser at den samlede relative volatiliteten var vesentlig lavere enn summen av relativ volatilitet målt for hver strategi. Det er et uttrykk for at bruk av flere strategier har bidratt til risikospredning.

Norges Bank rapporterer en rekke analyser av forholdet mellom avkastning og risiko i forvaltningen. Mandatet for Norges Banks forvaltning angir et mål om høyest mulig avkastning og rammer for risiko der relativ volatilitet er et sentralt mål. Forholdet mellom disse to størrelsene er derfor et naturlig utgangspunkt for sammenstilling av meravkastning og risiko i forvaltningen. I perioden 2013–2017 var relativ avkastning per risikoenhet målt ved informasjonsraten 0,73. Dette er et bytteforhold mellom meravkastning og relativ risiko som ikke kan forventes å vedvare over tid. Hovedstyret er tilfreds med at informasjonsraten for hele perioden fra og med 1998 er på 0,42.

Hovedstyret legger vekt på at en kostnadseffektiv gjennomføring av forvaltningen bidrar til målet om høyest mulig avkastning etter kostnader. I perioden 2013–2017 var den årlige forvaltningskostnaden 0,06 prosent av fondets verdi. En fordeling av kostnadene på strategier viser at kostnadene til allokering, eiendom og markedseksponering utgjorde over halvparten av de samlede forvaltningskostnadene i perioden.



Hovedstyret har stor oppmerksomhet om utviklingen i fondets forvaltningskostnader.

Sett over et lengre tidsperspektiv har forvaltningskostnadene økt mindre enn kapital til forvaltning. Samtidig har forvaltningsoppdraget blitt mer komplekst. Det illustrerer at Norges Bank har utnyttet stordriftsfordeler i forvaltningen.

Norges Bank vil være ledende internasjonalt i arbeidet med ansvarlig forvaltning. Ved å søke å fremme langsiktig økonomisk utvikling i selskaper fondet er investert i, og reduksjon i selskapenes finansielle risiko ved samfunns- og miljømessige forhold, støtter dette arbeidet opp under målet om høyest mulig avkastning.

Hovedstyret utelukket elleve selskaper i løpet av året, satte seks selskaper til observasjon og opphevet utelukkelsen av ett selskap.

En viktig del av Norges Banks forvaltningsoppdrag er å gi råd om videreutvikling av forvaltningen. Hovedstyret har det siste året gitt råd om å redusere antall valutaer og delmarkeder i referanseindeksen for obligasjoner. Hovedstyret har også gitt råd om at olje- og gassaksjer bør tas ut av referanseindeksen for fondets aksjeinvesteringer ut fra hensynet til sammensetningen av statens samlede formue. Videre har hovedstyret gitt råd om å åpne opp for investeringer i noterte aksjer og gitt innspill til Finansdepartementets arbeid med å gjennomgå forvaltningen av fondet.

Norges Bank legger vekt på å kommunisere åpent, etterrettelig og gjenkjennelig. Rapporteringen om forvaltningen av fondet er utvidet over tid.

Norges Banks hovedstyre

Oslo, 27. februar 2018


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

Usedvanlig sterke markeder

I 2017 fikk fondet en avkastning på 13,7 prosent etter et år preget av svært gode aksjemarkeder. Det var positive resultater i alle aktivklasser og alle hovedmarkeder.

Det var tiltagende økonomisk vekst i verdensøkonomien gjennom 2017, og det ble et sterkt år for globale finansmarkeder. Aksjeprisene steg mest i Asia og noen fremvoksende markeder. Samtidig var det lav inflasjon og lave renter. Fondets aksjeinvesteringer endte opp 19,4 prosent for året. Avkastningen på unoterte eiendomsinvesteringer ble 7,5 prosent, mens avkastningen på våre renteinvesteringer var 3,3 prosent. I 2017 hadde fondet en meravkastning på 0,70 prosentpoeng.

Det var en rekke viktige milepæler for fondet i 2017. 26. april passerte fondets markedsverdi 8 000 milliarder kroner, og 19. september den historiske milepælen 1 000 milliarder dollar. Fondet har nådd en størrelse ingen hadde ventet da Norges Bank Investment Management ble etablert for 20 år siden. Ved utgangen av 2017 var fondets verdi på 8 488 milliarder kroner, en økning på 978 milliarder fra inngangen til året. Avkastningen for året var 1 028 milliarder. Det er den høyeste kroneavkastningen noensinne. Avkastningen siden 1998 var ved utgangen av 2017 4 151 milliarder kroner. Det er mer enn samlede innskudd i fondet. Tre av fire kroner av avkastningen er fra de siste fem årene. En fjerdedel av fondets samlede avkastning er oppnådd i 2017, like mye som avkastningen i fondets 15 første år.

Den strategiske aksjeandelen i referanseindeksen ble i 2017 satt til 70 prosent. Ved utgangen av året var den faktiske andelen 66,6 prosent. Den viktigste endringen i forvaltningen i fjor var innføringen av ny finansieringsmodell for eiendom. I 2017 gjorde vi vår første unoterte eiendomsinvestering i det asiatiske markedet, med kjøp av fem bygninger i Tokyo. I april publiserte vi også forventninger til selskaper om skatt og åpenhet.

Vår oppgave er å forvalte finansielle verdier for fremtidige generasjoner på en sikker, effektiv, ansvarlig og åpen måte. Vi publiserer i tillegg til denne årsrapporten utvidet informasjon om avkastning og risiko, eiendomsforvaltningen og ansvarlig forvaltning. Vi håper rapportene kan gi økt kunnskap om hvordan vi jobber langsiktig og profesjonelt med samfunnsoppdraget vi har fått med å passe på så store verdier for fellesskapet.

Oslo, 27. februar 2018

Yngve Slyngstad

leder for Norges Bank Investment Management



Yngve Slyngstad

leder for Norges Bank
Investment Management

Positive resultater i alle aktivaklasser

Statens pensjonsfond utland hadde positive resultater i alle årets fire kvartaler. Sterke aksjemarkeder året igjennom ga en avkastning for fondet på 13,7 prosent i 2017.

Fondets aksjeinvesteringer fikk en avkastning på 19,4 prosent i 2017, mens renteinvesteringene fikk en avkastning på 3,3 prosent. Avkastningen på de unoterte eiendomsinvesteringene var 7,5 prosent.

1 028 MILLIARDER I AVKASTNING

Fondet mottok sin første kapitaltilførsel fra den norske stat i mai 1996. Ved utgangen av 2017 var den samlede tilførselen siden oppstarten på 3 337 milliarder kroner, mens fondets samlede avkastning var på 4 151 milliarder kroner. Norges Bank Investment Management ble etablert 1. januar 1998 for å forvalte fondet på oppdrag fra Finansdepartementet. Fra etableringen av forvaltningsenheten og frem til utgangen av 2017 har fondet hatt en årlig avkastning på 6,1 prosent. Etter fradrag for prisvekst og forvaltningskostnader har avkastningen vært på 4,2 prosent årlig.

AVKASTNING MÅLT I FONDETS VALUTAKURV

Fondet investeres i internasjonale verdipapirer i utenlandsk valuta. Avkastning måles primært i internasjonal valuta, det vil si en vektet sammensetning av valutaene i fondets referanseindeks for aksjer og obligasjoner. Denne sammensetningen betegnes som fondets valutakurv, og den besto av 34 valutaer ved utgangen av 2017. Om ikke annet er oppgitt i teksten, er resultatmålingen gjort i fondets valutakurv.

FONDETS MARKEDSVERDI OVER 8 000 MILLIARDER KRONER

Fondets markedsverdi steg i løpet av 2017 med 978 milliarder kroner til 8 488 milliarder kroner. Markedsverdien påvirkes av fondets avkastning, kapitaltilførsler eller -uttak og endringer i valutakurser. I 2017 fikk fondet en avkastning på 1 028 milliarder kroner. Nettouttaket fra den norske stat var 61 milliarder kroner. Kronekursen svekket seg mot flere av valutaene som fondet er investert i. Det økte isolert sett markedsverdien med 15 milliarder kroner, men det har ingen betydning for fondets internasjonale kjøpekraft. Ved utgangen av året var fondets investeringer fordelt med 66,6 prosent i aksjer, 30,8 prosent i rentepapirer og 2,6 prosent i unotert eiendom.

Tabell 1 Avkastningstall. Prosent

	2017	2016	2015	2014	2013
Avkastning målt i fondets valutakurv					
Aksjeinvesteringer	19,44	8,72	3,83	7,90	26,28
Unoterte eiendomsinvesteringer ¹	7,52	0,78	9,99	10,42	11,79
Renteinvesteringer	3,31	4,32	0,33	6,88	0,10
Fondets avkastning	13,66	6,92	2,74	7,58	15,95
Fondets relative avkastning (prosentpoeng)²					
Fondets relative avkastning (prosentpoeng) ²	0,70	0,15	0,45	-0,77	0,99
Forvaltningskostnader					
Forvaltningskostnader	0,06	0,05	0,06	0,06	0,07
Fondets avkastning etter forvaltningskostnader	13,60	6,87	2,68	7,52	15,88
Avkastning målt i norske kroner					
Aksjeinvesteringer	19,74	3,67	16,77	24,61	36,26
Unoterte eiendomsinvesteringer ¹	7,80	-3,91	23,71	27,51	20,62
Renteinvesteringer	3,57	-0,53	12,83	23,43	8,01
Fondets avkastning	13,95	1,95	15,54	24,23	25,11

¹ Inkluderer børsnoterte eiendomsinvesteringer i perioden 01.11.2014 til utgangen av 2016.

² Inkluderer unoterte eiendomsinvesteringer fra og med 01.01.2017.

Fondets relative avkastning før 2017 er beregnet på de aggregerte aksje- og renteinvesteringene.

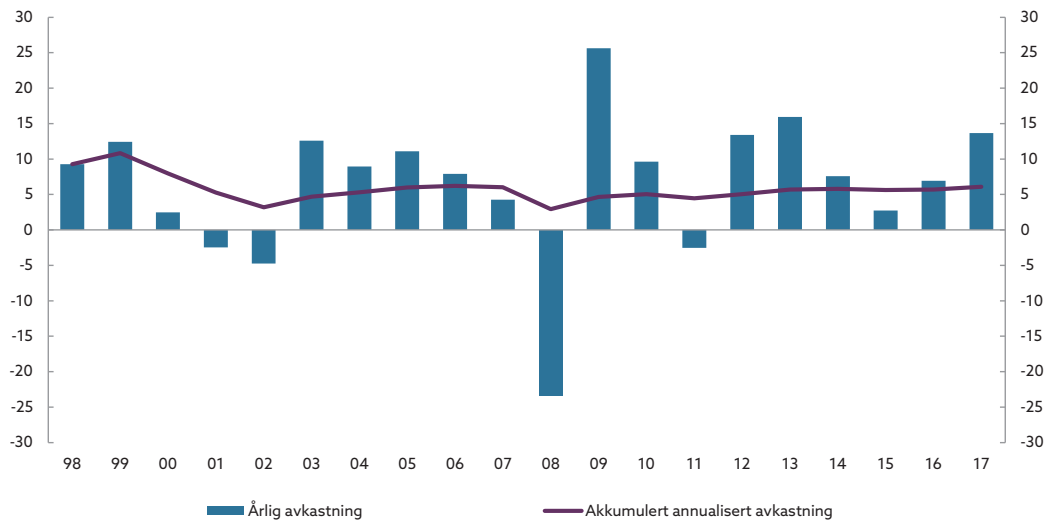
Tabell 2 Historiske nøkkeltall per 31. desember 2017. Annualiserte tall målt i fondets valutakurv

	Siden 01.01.1998	Siste 10 år	Siste 5 år	Siste 3 år	Siste 12 måneder
Fondets avkastning (prosent)	6,09	6,16	9,26	7,68	13,66
Årlig prisvekst (prosent)	1,77	1,65	1,30	1,39	1,83
Årlige forvaltningskostnader (prosent)	0,09	0,08	0,06	0,06	0,06
Fondets netto realavkastning (prosent)	4,16	4,36	7,81	6,15	11,55
Fondets faktiske standardavvik (prosent)	7,33	9,02	5,90	6,22	2,05
Fondets relative avkastning (prosentpoeng)¹					
Fondets relative avkastning (prosentpoeng) ¹	0,28	0,15	0,29	0,43	0,70
Fondets faktiske relative volatilitet (prosentpoeng)¹					
Fondets faktiske relative volatilitet (prosentpoeng) ¹	0,69	0,89	0,38	0,33	0,26
Fondets informasjonsrate (IR)^{1,2}					
Fondets informasjonsrate (IR) ^{1,2}	0,42	0,22	0,73	1,22	2,35

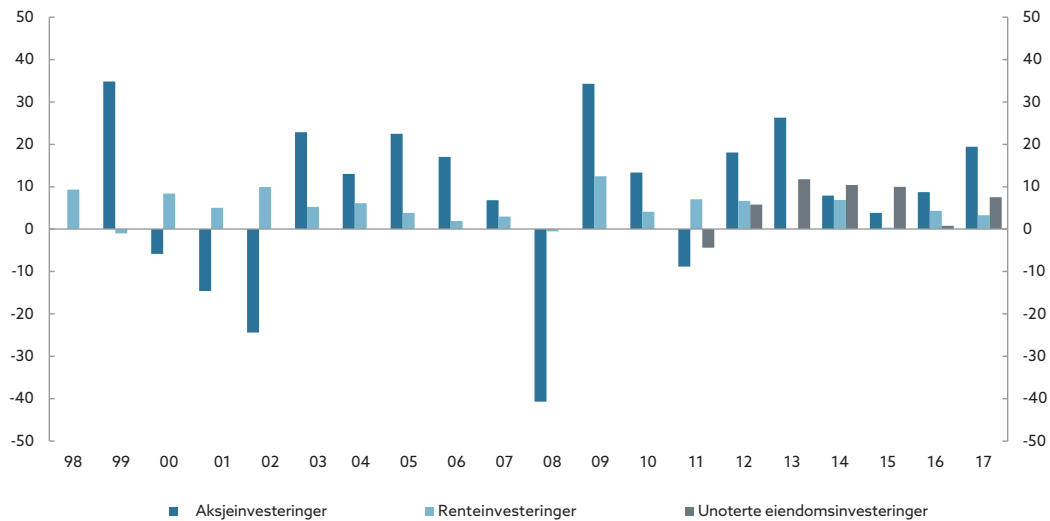
¹ Beregnet på aggregerte aksje- og renteinvesteringer frem til og med 2016.

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

Figur 1 Årlig avkastning og akkumulert annualisert avkastning på fondet. Prosent



Figur 2 Historisk avkastning på fondets investeringer. Prosent



Tabell 3 Fondets avkastning per 31. desember 2017, målt i ulike valutaer. Prosent

	Siden 01.01.1998 Annualiserte tall	2017	2016	2015	2014	2013
Amerikanske dollar	6,45	19,92	4,83	-2,13	0,52	14,77
Euro ¹	5,98	5,33	7,97	9,02	14,47	9,81
Britiske pund	7,54	9,54	25,05	3,54	6,78	12,63
Norske kroner	7,05	13,95	1,95	15,54	24,23	25,11
Valutakurven	6,09	13,66	6,92	2,74	7,58	15,95

¹ Euro ble introdusert som valuta 01.01.1999. WM/Reuters sin eurokurs er benyttet anslag for kurs 31.12.1997.

Tabell 4 Historisk avkastning for fondets investeringer. Prosent

År	Totalt	Aksjeinvesteringer	Renteinvesteringer	Unoterte eiendomsinvesteringer ¹
2017	13,66	19,44	3,31	7,52
2016	6,92	8,72	4,32	0,78
2015	2,74	3,83	0,33	9,99
2014	7,58	7,90	6,88	10,42
2013	15,95	26,28	0,10	11,79
2012	13,42	18,06	6,68	5,77
2011 ²	-2,54	-8,84	7,03	-4,37
2010	9,62	13,34	4,11	-
2009	25,62	34,27	12,49	-
2008	-23,31	-40,71	-0,54	-
2007	4,26	6,82	2,96	-
2006	7,92	17,04	1,93	-
2005	11,09	22,49	3,82	-
2004	8,94	13,00	6,10	-
2003	12,59	22,84	5,26	-
2002	-4,74	-24,39	9,90	-
2001	-2,47	-14,60	5,04	-
2000	2,49	-5,82	8,41	-
1999	12,44	34,81	-0,99	-
1998	9,26	-	9,31	-

¹ Inkluderer børsnoterte eiendomsinvesteringer i perioden 1. november 2014 til utgangen av 2016.

² Unoterte eiendomsinvesteringer fra 31. mars 2011.



Ved utgangen av 2017 var 24,5 prosent av fondets aksjeinvesteringer plassert i finanssektoren.

Tabell 5 Nøkkeltall. Milliarder kroner

	2017	2016	2015	2014	2013
Markedsverdi					
Aksjeinvesteringer	5 653	4 692	4 572	3 940	3 107
Unoterte eiendomsinvesteringer ¹	219	242	235	141	52
Renteinvesteringer	2 616	2 577	2 668	2 350	1 879
Fondets markedsverdi²	8 488	7 510	7 475	6 431	5 038
Påløpt, ikke betalt, forvaltningsgodtgjøring ²	-5	-4	-4	-3	-3
Eiers kapital ²	8 484	7 507	7 471	6 428	5 035
Tilførsel/uttak av kapital³	-61	-101	46	150	241
Utbetalt forvaltningsgodtgjøring ³	-4	-4	-3	-3	-2
Fondets avkastning	1 028	447	334	544	692
Endring som følge av svingninger i kronekursen	15	-306	668	702	291
Endring i markedsverdien	978	35	1 044	1 393	1 222
Verdiutvikling f.o.m. første tilførsel i 1996					
Samlet tilførsel av kapital ⁴	3 337	3 397	3 499	3 452	3 302
Avkastning av aksjeinvesteringer	3 062	2 129	1 786	1 567	1 242
Avkastning av unoterte eiendomsinvesteringer ¹	53	38	31	14	5
Avkastning av renteinvesteringer	1 037	955	859	761	551
Samlet forvaltningsgodtgjøring ⁵	-39	-35	-31	-27	-24
Endring som følge av svingninger i kronekursen	1 040	1 025	1 331	663	-39
Fondets markedsverdi	8 488	7 510	7 475	6 431	5 038
Samlet avkastning	4 151	3 123	2 676	2 343	1 799
Samlet avkastning etter forvaltningskostnader	4 111	3 088	2 645	2 316	1 775

¹ Inkluderer børsnoterte eiendomsinvesteringer i perioden 1. november 2014 til utgangen av 2016.

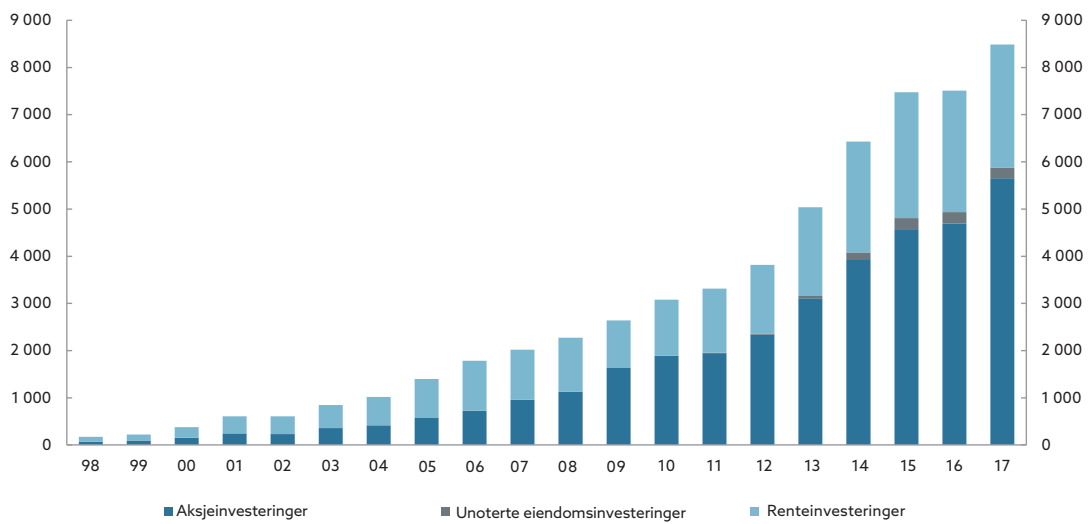
² Fondets markedsverdi presenteres i tabellen før påløpt forvaltningsgodtgjøring. Eiers kapital i regnskapet er lik fondets markedsverdi fratrukket påløpt, ikke betalt, forvaltningsgodtgjøring.

³ Utbetalt forvaltningsgodtgjøring er spesifisert på egen linje og ikke inkludert under Tilførsel/uttak av kapital.

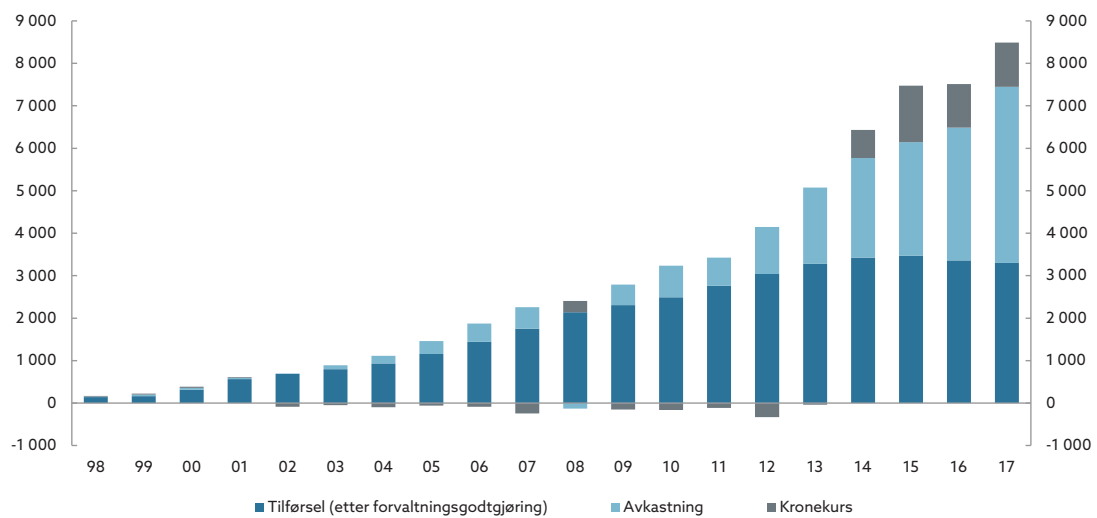
⁴ Samlet tilførsel av kapital presenteres i tabellen justert for påløpt, ikke betalt, forvaltningsgodtgjøring.

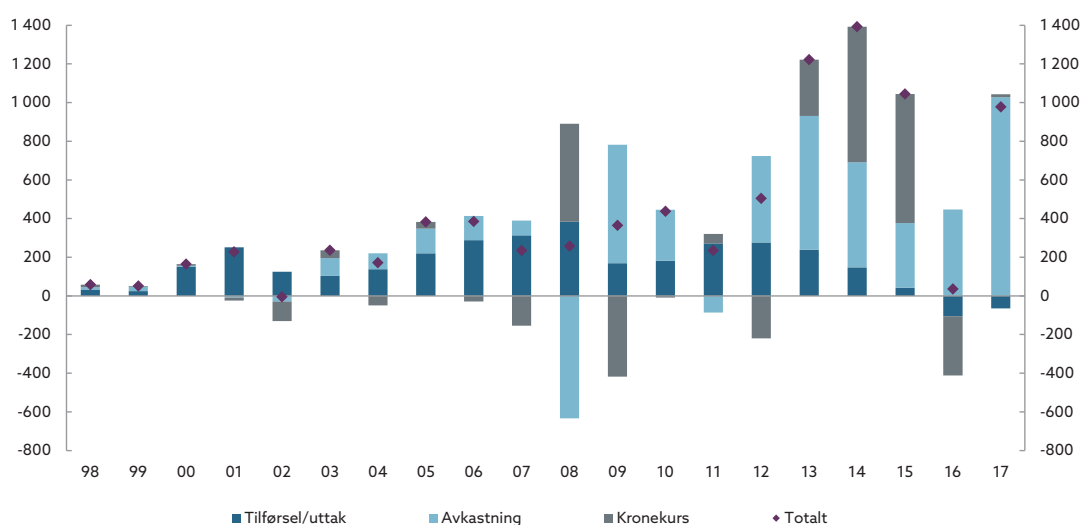
⁵ Forvaltningskostnader i datterselskaper, jf. Tabell 11.2 i regnskapet, er ikke en del av forvaltningsgodtgjøringen. Disse er allerede fratrukket i samlet avkastning, dvs. i avkastningen før forvaltningsgodtgjøring.

Figur 3 Fondets markedsverdi. Milliarder kroner



Figur 4 Fondets markedsverdi. Milliarder kroner.



Figur 5 Endringer i markedsverdien av fondet. Milliarder kroner**Tabell 6** Endringer i markedsverdien av fondet. Milliarder kroner

År	Totalt	Avkastning	Tilførsel/uttak	Kronekurs
2017	978	1 028	-65	15
2016	35	447	-105	-306
2015	1 044	334	42	668
2014	1 393	544	147	702
2013	1 222	692	239	291
2012	504	447	276	-220
2011	234	-86	271	49
2010	437	264	182	-8
2009	365	613	169	-418
2008	257	-633	384	506
2007	235	75	314	-153
2006	385	124	288	-28
2005	383	127	220	36
2004	171	82	138	-49
2003	236	92	104	41
2002	-5	-29	125	-101
2001	227	-9	251	-15
2000	164	6	150	8
1999	51	23	24	3
1998	58	12	33	13
Før 1998	113	0	108	5

Tabell 7 Fondets markedsverdi fordelt på aktivklasser. Milliarder kroner

År	Totalt	Aksjer	Rentepapirer	Unotert eiendom ¹
2017	8 488	5 653	2 616	219
2016	7 510	4 692	2 577	242
2015	7 475	4 572	2 668	235
2014	6 431	3 940	2 350	141
2013	5 038	3 107	1 879	52
2012	3 816	2 336	1 455	25
2011	3 312	1 945	1 356	11
2010	3 077	1 891	1 186	-
2009	2 640	1 644	996	-
2008	2 275	1 129	1 146	-
2007	2 019	958	1 061	-
2006	1 784	726	1 058	-
2005	1 399	582	817	-
2004	1 016	416	600	-
2003	845	361	484	-
2002	609	231	378	-
2001	614	246	363	-
2000	386	153	227	-
1999	222	94	129	-
1998	172	70	102	-

¹ Inkluderer børsnoterte eiendomsinvesteringer i perioden 1. november 2014 til utgangen av 2016.

STORTINGET

Lov om Statens pensjonsfond



FINANSDEPARTEMENTET

Mandat for forvaltningen av Statens pensjonsfond utland
Retningslinjer for observasjon og utelukkelse



NORGES BANK

Hovedstyrets prinsippdokumenter
Investeringsmandat
Stillingsinstruks for leder i Norges Bank Investment Management



NORGES BANK INVESTMENT MANAGEMENT

Retningslinjer
Leder delegerer investeringsmandater og stillingsinstrukser

2.1 OPPDRAGET

Vårt oppdrag

Målet er å ha et høyt antall ulike investeringer som sikrer god risikospredning og høyest mulig avkastning. For å skjerme norsk fastlandsøkonomi investeres fondet utelukkende i utlandet.

Stortinget har fastsatt de formelle rammebetingelsene i lov om Statens pensjonsfond. Finansdepartementet har det overordnede ansvaret for fondet og har fastsatt rammer for forvaltningen i «Mandat for forvaltningen av Statens pensjonsfond utland». Norges Bank utfører forvaltningen av fondet, og bankens hovedstyre har delegert gjennomføringen av forvaltningsoppdraget til Norges Bank Investment Management.

Vi skal ta vare på verdiene i fondet for fremtidige generasjoner. Vi sikrer den internasjonale kjøpekraften til fondet ved å oppnå en realavkastning over tid som er høyere enn veksten i verdensøkonomien. Fondet skal være investert i de fleste markeder, land og valutaer for å få en bred eksponering mot veksten i verdensøkonomien. Investeringsmandatet, fastsatt av Finansdepartementet, ble endret fra og med 1. januar 2017. I den nye modellen er det opp til Norges Bank å bestemme hvor mye som skal investeres i eiendom, og hvilke typer eiendom fondet skal investeres i. Kjøp av eiendom blir finansiert med salg av aksjer og obligasjoner. Dette betyr at andelen av fondet som er investert i aksjer og obligasjoner, vil avvike fra tilsvarende andeler i referanseindeksen.

I forvaltningen er dessuten unoterte og noterte eiendomsinvesteringer forvaltet som en samlet strategi for eiendom. I februar vedtok regjeringen å øke aksjeandelen i referanseindeksen fra 62,5 til 70 prosent.

Investeringene skal gi en høy langsiktig avkastning. Vi tar sikte på å nå dette målet med en akseptabel risiko, som en ansvarlig investor og gjennom en effektiv organisasjon.

Ansvarlig forvaltningsvirksomhet er en integrert del av forvaltningsoppdraget vårt. Vi er en aktiv eier, og våre investeringsbeslutninger tar hensyn til hvordan vi vurderer selskapers langsiktige risiko knyttet til økonomiske, miljømessige og samfunnsmessige forhold.

Vår mulighet til å investere langsiktig avhenger av at det er tillit til måten vi forvalter fondet på. En stor grad av åpenhet om forvaltningen bidrar til å sikre dette. En langsiktig og forsvarlig forvaltning av fondet skal bidra til at fremtidige generasjoner kan ta del i Norges oljerikdom.



Japan var det tredje største enkeltmarkedet for fondet, og sto for 8,7 prosent av fondets investeringer ved utgangen av 2017.

2.2 MARKEDENE

Sterke finansmarkeder globalt

2017 var et godt år for globale finansmarkeder. Den økonomiske veksten tiltok i de fleste markeder gjennom året. Samtidig la fortsatt lav inflasjon til rette for stimulerende pengepolitikk.

Aksjeprisene i fremvoksende markeder steg spesielt mye gjennom året. Tilsvarende steg japanske aksjepriser kraftig etter gjenvalget av statsminister Abe og hans parti. Utviklingen i europeiske aksjer var relativt svak sammenlignet med øvrige regioner. Teknologisektoren og globale sykliske aksjer gjorde det spesielt godt i 2017, som i 2016.

Etter flere år med lavere forventninger til den økonomiske veksten var det et skifte i 2017. Forventningene til global økonomisk vekst steg i løpet av året. Aktivitetstallene i Europa overrasket spesielt positivt etter flere år med lav økonomisk vekst. Inflasjonen i euroområdet forble likevel lav. Mye av den politiske usikkerheten som preget de europeiske markedene i 2016, ble redusert i løpet av 2017, spesielt i etterkant av valgene i Frankrike og Nederland. Det bidro til at bedriftene hevet sine anslag for realinvesteringer.

I USA skuffet økonomiske nøkkeltall markedet i første halvdel av året. Samtidig ble markedene preget av lavere tiltro til at amerikanske myndigheter skulle få gjennomslag for økonomiske veksttiltak. I andre halvdel av året steg imidlertid aktiviteten vesentlig, samtidig som en skattereform ble vedtatt på slutten av året. Likevel falt inflasjonen sammenlignet med inngangen til 2017.

Den økonomiske veksten i fremvoksende økonomier var moderat ved inngangen til året, men steg gjennom 2017. Mer omfattende utenrikshandel, særlig drevet av større etterspørsel fra Kina, bidro positivt. Den økonomiske veksten i Kina bremsset likevel noe mot slutten av året. Selv om ulike tiltak fra kinesiske myndigheter trolig har bidratt til å redusere økonomiske ubalanser, uttrykte mange markedsaktører fortsatt bekymring for utviklingen i gjeld og boligpriser. Den politiske usikkerheten økte i noen av de andre store vekstmarkedene, som for eksempel Brasil, Mexico, Tyrkia og Sør-Afrika. Gjennomføringen av flere strukturelle tiltak gjennom året ga en positiv utvikling i India.

Den amerikanske sentralbanken hevet styringsrentene tre ganger i 2017. Sentralbanken startet også å redusere beholdningen av verdipapirer, etter flere år med såkalte kvantitative lettelser. I Europa fortsatte den europeiske sentralbanken å kjøpe verdipapirer, men i noe mindre omfang enn tidligere. Mot slutten av året annonserte den europeiske sentralbanken ytterligere en nedtrapping av de kvantitative lettelsene. På slutten av året hevet Bank of England renten for første gang siden finanskrisen. I Japan fortsatte sentralbanken å øke beholdningen av verdipapirer gjennom året.

Lange renter forble lave til tross for rentehevingene i USA og Storbritannia, kvantitative innstramninger i USA samt signaler om færre kjøp av verdipapirer i eurosone. Samtidig var volatiliteten i både aksje- og rentemarkedene svært lav gjennom hele 2017 – dette til tross for økt usikkerhet knyttet til geopolitisk risiko i Nord-Korea og Midtøsten, samt usikkerhet rundt Storbritannias utmeldelse av EU og reforhandlingen av NAFTA. I løpet av andre halvår steg oljeprisen, drevet av en kombinasjon av sterk global etterspørsel og en begrensning i tilbudet fra OPEC og Russland.

Bredt investert utenfor Norge

Ved utgangen av 2017 var fondet investert i 72 land og 9 146 selskaper. Fondets gjennomsnittlige eierandel i verdens børsnoterte selskaper var på 1,4 prosent.

Ved utgangen av 2017 var 36,0 prosent av fondet investert i Europa, uendret fra året før. 41,0 prosent var investert i Nord-Amerika, ned fra 42,3 prosent året før. 19,6 prosent var investert i Asia og Oseania, opp fra 17,9 prosent året før. Ved årets slutt var 10,1 prosent av fondets investeringer i fremvoksende markeder, opp fra 10,0 prosent året før.

EIERANDELER I OVER 9 000 SELSKAPER

Fondet var investert i aksjer i 9 146 selskaper ved utgangen av 2017, mot 8 985 selskaper ett år tidligere. Eierandelen var større enn 2 prosent i 1 497 selskaper og over 5 prosent i 29 selskaper.

Fondets gjennomsnittlige eierandel i verdens børsnoterte selskaper, målt som andel av aksjeindeksen FTSE Global All Cap, var ved utgangen av året på 1,4 prosent, opp fra 1,3 prosent året før. Den høyeste gjennomsnittlige eierandelen hadde fondet i europeiske selskaper. Den utgjorde 2,4 prosent av de børsnoterte selskapene, opp fra 2,3 prosent året før. Eierandelen i aksjeselskaper i utviklede markeder var på 1,4 prosent ved utgangen av 2017. I fremvoksende markeder, inkludert nye fremvoksende (frontier) markeder, eide fondet i gjennomsnitt 1,5 prosent av de børsnoterte selskapene.

Fondets renteinvesteringer besto av 4 736 verdipapirer fra 1 262 utstedere ved utgangen av 2017, mot 4 781 verdipapirer fra 1 250 utstedere året før. Totalt var renteinvesteringene fordelt på 32 valutaer ved utgangen av året, ned fra 34 valutaer året før.

Ved utgangen av året var 9,5 prosent av renteinvesteringene plassert i fremvoksende markeder, ned fra 12,4 prosent året før. Renteinvesteringer i dollar, euro, pund og yen utgjorde 82,0 prosent av renteinvesteringene ved utgangen av året, mot 79,6 prosent ett år tidligere.



BRED GEOGRAFISK EKSPONERING

Investeringsmulighetene endrer seg over tid. Nye markeder blir tilgjengelige for investeringer, nye muligheter vokser frem, og risikobildet endres. Fondets samlede eksponering mot ulike markeder, kilder til risiko og avkastning må tilpasses løpende. Fondet skal være investert i de fleste markeder, land og valutaer for å få en bred eksponering mot veksten i verdensøkonomien.

Fondets aksjeinvesteringer tar FTSE Global All Cap-indeksen som et utgangspunkt. I tillegg har vi valgt å legge til flere land i vår interne referanseportefølje. I referanseporteføljen velger vi verdipapirer, instrumenter og markeder

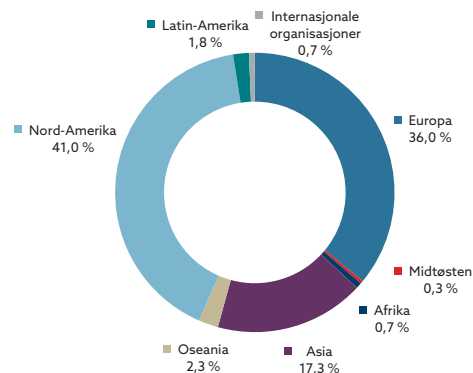
fra et bredere univers enn det som benyttes i den strategiske referanseindeksen. Dette gjør vi for å dekke en større andel av det globale markedet, og slik ta større del i den globale veksten. Ved utgangen av året var 69 land godkjent som markeds plasser der fondet kan handle aksjer, mot 68 året før. Malta var ny markeds plass i 2017.

Ved utgangen av året var 876 milliarder kroner investert i aksjer og rentepapirer i fremvoksende markeder, mot 775 milliarder kroner året før. Investeringene i aksjer i nye fremvoksende (frontier) markeder utgjorde ved utgangen av året 20,7 milliarder kroner, mot 13,3 milliarder kroner ved utgangen av 2016.

Tabell 8 Fondets ti største beholdninger fordelt på land per 31. desember 2017. Prosent

Land	Totalt	Aksjer	Rente-papirer	Unotert eiendom
USA	36,6	23,8	11,6	1,2
Storbritannia	8,8	6,4	1,8	0,6
Japan	8,7	6,0	2,6	0,0
Tyskland	6,8	4,0	2,7	0,1
Frankrike	5,3	3,4	1,5	0,4
Sveits	3,6	3,0	0,5	0,1
Canada	3,0	1,5	1,5	-
Kina	2,5	2,4	0,2	-
Australia	2,3	1,4	0,8	-
Sør-Korea	1,9	1,3	0,6	-

Figur 6 Fondets investeringer per 31. desember 2017. Aksjer fordelt etter land og obligasjoner fordelt etter valuta. Prosent





217 MRD.
KR

KINA

Fondet hadde totalt **217** milliarder kroner investert i Kina ved utgangen av 2017. Investeringene var i **566** aksjeselskaper og **45** obligasjoner.



96 MRD.
KR

INDIA

Fondet hadde totalt **96** milliarder kroner investert i India ved utgangen av 2017. Investeringene var i **275** aksjeselskaper og **36** obligasjoner.



28



76 MRD.
KR

BRASIL

Fondet hadde totalt **76** milliarder kroner investert i Brasil ved utgangen av 2017. Investeringene var i **134** aksjeselskaper og **18** obligasjoner.

INVESTERINGER I FREMVOKSENDE MARKEDER

Hvilke nye markeder vi vil gå inn i, avhenger av hvilke markeder som er tilgjengelige for investeringer, hvilke markedsmuligheter som finnes og kvaliteten på markedsstandardene. Vi vil generelt legge til markeder i fondet så snart de tilfredsstillende våre krav til markedsstandarder. Vi erkjenner at investeringer i nye fremvoksende markeder innebærer en risiko for fondet, og legger derfor stor vekt på å ha på plass gode systemer for risikohåndtering. Vi gjør vurderinger av hvilke land vi mener bør defineres som fremvoksende og nye fremvoksende (frontier) markeder. I denne vurderingen inngår klassifiseringene fra indeksene, men vi følger ikke nødvendigvis deres definisjoner.

Fondets investeringer kunne knyttes til 72 land ved utgangen av 2017. Fondet var investert i 49 valutaer ved utgangen av året.

Fondets investeringer kan knyttes til 21 land som typisk klassifiseres som nye fremvoksende (frontier) markeder. Slike markeder er ikke med i referanseindeksen fra Finansdepartementet. Landene var Bahrain, Bangladesh, Estland, Ghana, Jordan, Kenya, Kroatia, Kypros, Latvia, Litauen, Malta, Marokko, Mauritius, Nigeria, Oman, Romania, Slovakia, Slovenia, Sri Lanka, Tunisia og Vietnam. I tillegg har fondet investeringer i land som er klassifisert som nye fremvoksende markeder, men som ikke inngår i FTSE-indeksen. Det er Kuwait, Saudi-Arabia, Tanzania og Ukraina. Enkelte investeringer er gjort i aksjer notert på børser i andre land.

Tabell 9 Investeringer i nye fremvoksende markeder. Landklassifisering i henhold til FTSE. Millioner kroner

Land	2017
Vietnam	4 369
Litauen ²	3 369
Slovenia ^{1,2}	3 312
Slovakia	3 250
Bangladesh	1 999
Romania ^{1,2}	1 298
Latvia	1 198
Kenya	958
Marokko	847
Nigeria ¹	771
Sri Lanka	697
Kroatia	495
Bahrain ¹	465
Kypros	338
Oman	308
Tunisia	175
Malta	152
Estland	116
Mauritius	68
Jordan	40
Ghana	14
Totalt	24 240

Land utenfor FTSE-indeksene

Saudi-Arabia ³	6 801
Kuwait	1 065
Ukraina ¹	519
Tanzania ¹	2
Totalt	8 388

¹ Inkludert investeringer i aksjer notert på børser i andre land.

² Inkludert obligasjoner utstedt i annen valuta enn lokal valuta.

³ Deltagelsessertifikater.

Globale investeringer

NORD-AMERIKA

2 170 selskaper

2 132 obligasjoner fra
594 utstedere

356 eiendommer



30

LATIN-AMERIKA

281 selskaper

128 obligasjoner fra
38 utstedere

EUROPA

1 900 selskaper
1 588 obligasjoner fra
484 utstedere
414 eiendommer

ASIA

4 067 selskaper
562 obligasjoner fra
79 utstedere
5 eiendommer

MIDTØSTEN

169 selskaper
26 obligasjoner fra
9 utstedere

AFRIKA

200 selskaper
15 obligasjoner fra
2 utstedere

OSEANIA

359 selskaper
165 obligasjoner fra
41 utstedere

Sterk avkastning for aksjeinvesteringene

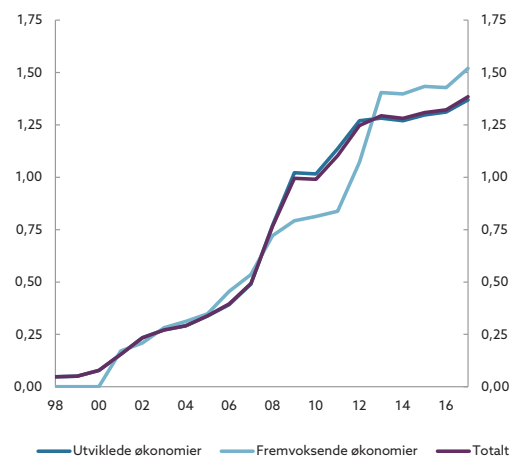
Fondets aksjeinvesteringer fikk en avkastning på 19,4 prosent i 2017, drevet av en sterk kursoppgang på tvers av regioner og sektorer.

2017 var preget av lav volatilitet i markedene og mer synkronisert vekst på tvers av regionene enn tidligere. Investeringene i utviklede markeder hadde en avkastning på 18,4 prosent. Fondets investeringer i fremvoksende markeder hadde en avkastning på 28,7 prosent. Avkastningen var særlig sterk i store asiatiske markeder, spesielt Kina og India. Totalt var 11,0 prosent av fondets aksjeinvesteringer plassert i fremvoksende markeder, inkludert nye fremvoksende (frontier) markeder.

Investeringene i Nord-Amerika fikk en avkastning på 14,3 prosent og sto for 38,4 prosent av fondets aksjeinvesteringer. USA var fondets største enkeltmarked. Amerikanske aksjer fikk en avkastning på 14,5 prosent, tilsvarende 20,8 prosent i lokal valuta, og sto for 36,1 prosent av fondets aksjeinvesteringer.

Europeiske aksjer hadde en avkastning på 21,4 prosent i 2017. Totalt var 36,6 prosent av

Figur 7 Fondets eierandeler i aksjemarkedene. Prosent av markedsverdien til aksjer i referanseindeksen



Kilde: FTSE, Norges Bank Investment Management

fondets aksjer plassert i Europa. Storbritannia var det nest største enkeltmarkedet for fondet. Britiske aksjer hadde en avkastning på 18,0 prosent, tilsvarende 13,7 prosent i lokal valuta, og utgjorde 9,7 prosent av fondets aksjeinvesteringer.

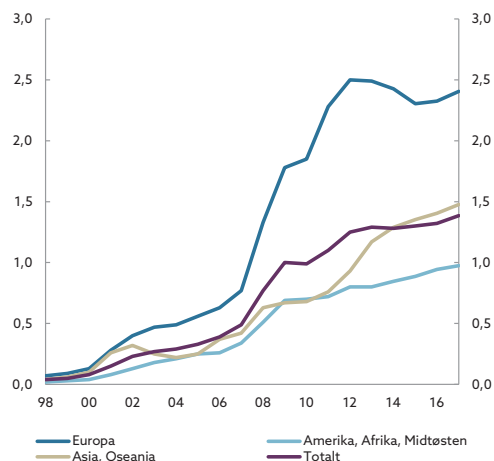
Investeringene i Asia og Oseania fikk en avkastning på 25,9 prosent og sto for 22,9 prosent av fondets aksjeinvesteringer. Utenom Japan var avkastningen i regionen 30,1 prosent. Avkastningen for japanske aksjer var 20,3 prosent i 2017. I lokal valuta var avkastningen 22,5 prosent. Japanske aksjer utgjorde 9,1 prosent av aksjeinvesteringene og var fondets tredje største enkeltmarked.

Fremvoksende markeder hadde en positiv avkastning i 2017. Avkastningen for kinesiske aksjer var på 43,4 prosent i 2017, tilsvarende 41,7 prosent i lokal valuta. Kinesiske aksjer utgjorde 3,6 prosent av fondets aksje-

Tabell 10 Avkastning på fondets største aksjeinvesteringer i 2017. Fordelt etter land. Prosent

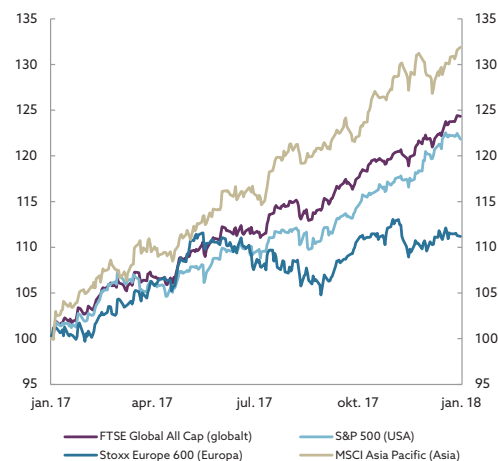
Land	Avkastning i internasjonal valuta	Avkastning i lokal valuta	Andel av aksjeinvesteringene
USA	14,5	20,8	36,1
Storbritannia	18,0	13,7	9,7
Japan	20,3	22,5	9,1
Tyskland	25,5	16,3	6,1
Frankrike	24,7	15,5	5,1
Sveits	18,3	19,7	4,6
Kina	43,4	41,7	3,6
Canada	10,8	9,2	2,3
Australia	15,2	12,5	2,2
Sør-Korea	36,0	27,2	2,0

Figur 8 Fondets eierandeler i aksjemarkedene. Prosent av markedsverdien til aksjer i referanseindeksen

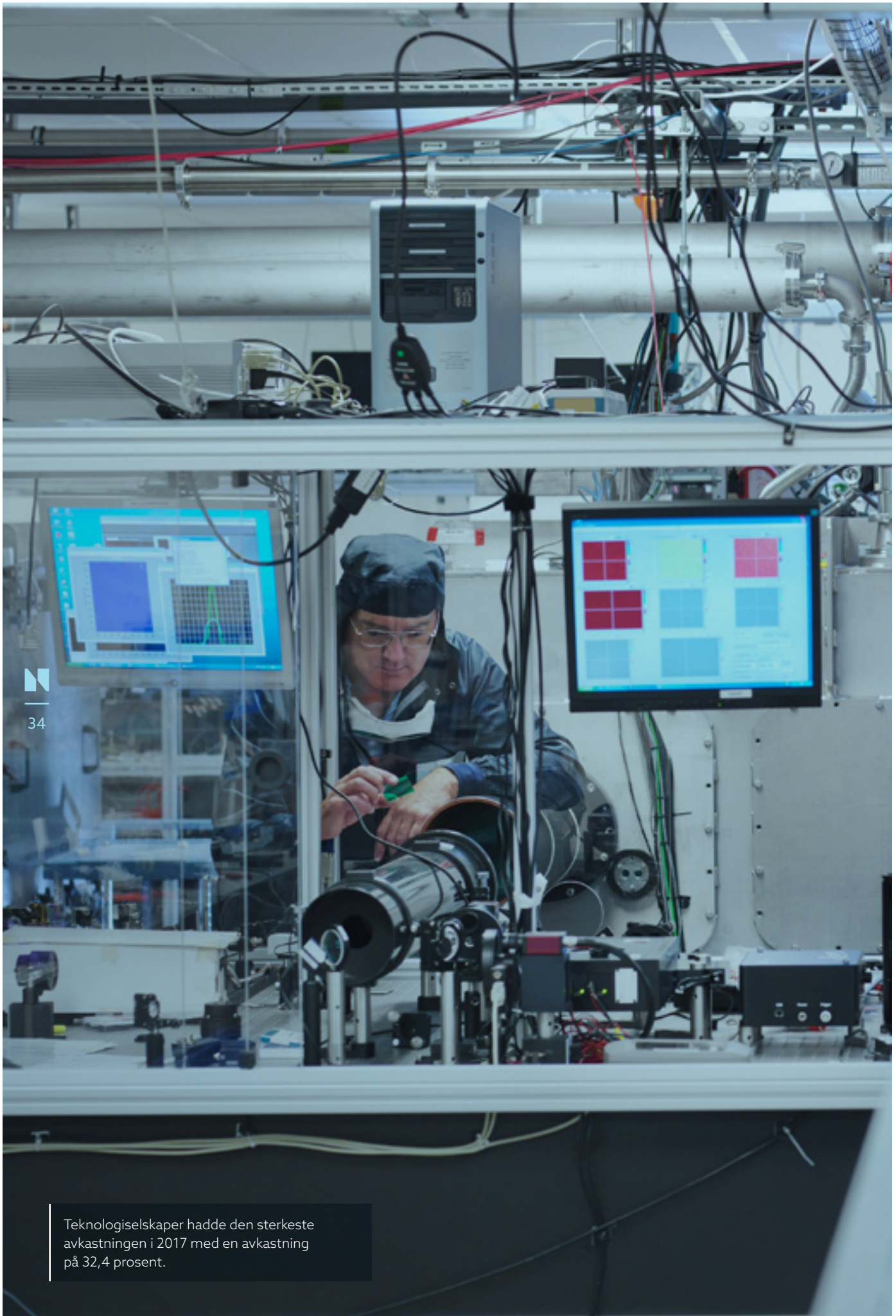


Kilde: FTSE, Norges Bank Investment Management

Figur 9 Kursutviklingen i regionale aksjemarkeder. Målt i amerikanske dollar, med unntak av StoxxEurope 600, som er målt i euro. Indeksert totalavkastning 31.12.2016 = 100



Kilde: Bloomberg



Teknologiselskaper hadde den sterkeste avkastningen i 2017 med en avkastning på 32,4 prosent.

investeringer og var det største enkeltmarkedet innen fremvoksende markeder. Deretter fulgte Taiwan med 1,6 prosent av fondets aksjeinvesteringer og India med 1,2 prosent. Avkastningen av fondets investeringer i Taiwan og India var på henholdsvis 25,1 prosent og 38,8 prosent. I lokal valuta var avkastningen 21,8 prosent og 37,7 prosent.

BEST RESULTAT FOR TEKNOLOGISELSKAPER

Teknologiselskaper hadde den sterkeste avkastningen i 2017, med en avkastning på 32,4 prosent. Sektoren tjente mer enn ventet på overgangen til mer netthandel, digital markedsføring og skytjenester. Sektoren hadde også en bedre balanse mellom tilbud og etterspørsel for komponentprodusenter, deriblant halvleder- og skjermprodusenter.

Materialselskaper hadde en avkastning på 27,1 prosent. Høyere priser for metaller og en rekke kjemikalier bidro til den sterke avkastningen. Prisoppgangen var drevet av solid etterspørsel kombinert med redusert produksjonskapasitet i Kina. I tillegg bidro sammenslåinger i sektoren positivt til avkastningen.

Industriselskaper hadde en avkastning på 22,9 prosent. Etter flere svake år opplevde produsenter av maskiner og utstyr til konstruksjon og råvareproduksjon et oppsving i etterspørselen. Selskaper eksponert mot transport og logistikk dro også nytte av sterkere global økonomisk vekst, som bidro til å løfte sektoren.

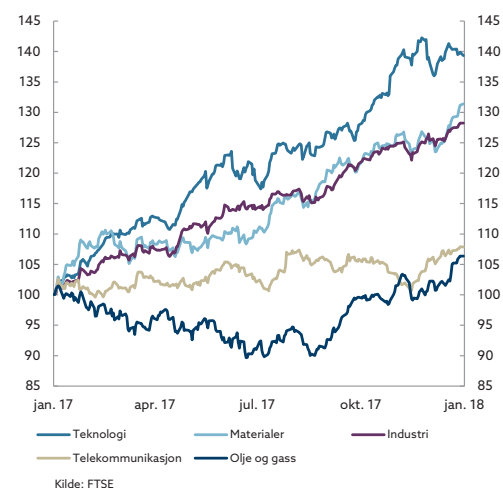
Olje- og gasselskaper hadde den svakeste avkastningen, med en avkastning på 4,1

Tabell 11 Avkastning på fondets aksjeinvesteringer i 2017. Fordelt etter sektor. Internasjonal valuta. Prosent

Sektor	Avkastning	Andel av aksjebeholdningen ¹
Finans	19,3	24,5
Industri	22,9	14,3
Konsumvarer	21,5	13,5
Teknologi	32,4	11,2
Konsumtjenester	14,8	10,1
Helse	16,1	9,8
Materialer	27,1	6,0
Olje og gass	4,1	5,6
Telekommunikasjon	4,1	2,8
Kraft- og vannforsyning	13,7	2,6

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

Figur 10 Kursutviklingen i ulike aksjesektorer i FTSE Global All Cap-indeksen. Målt i amerikanske dollar. Indeksert totalavkastning 31.12.2016 = 100



prosent. Avkastningen var preget av fallende langsiktige forventninger til oljeprisen. Spesielt de amerikanske selskapene, som opplevde økt forskjell mellom amerikansk og internasjonal oljepris, bidro negativt til avkastningen.

DE STØRSTE ENKELTINVESTERINGENE

Investeringen i det amerikanske teknologiselskapet Apple Inc bidro mest til fondets avkastning i 2017, fulgt av investeringen i det kinesiske teknologiselskapet Tencent Holding Ltd og det amerikanske teknologiselskapet Microsoft Corp. Fondets største verdifall i et enkeltelskap var i det amerikanske industriselskapet General Electric Co, fulgt av det amerikanske olje- og gasselskapet Exxon Mobil Corp og det israelske helseselskapet Teva Pharmaceutical Industries Ltd.

Den største aksjebeholdningen i et enkeltelskap var i Apple. Fondets eierandel på 0,9 prosent hadde en markedsverdi på 66,0 milliarder kroner ved utgangen av 2017. I tillegg

sto fire teknologiselskaper, to farmasiselskaper, ett konsumvareselskap, ett olje- og gasselskap og ett finansselskap på listen over fondets ti største aksjebeholdninger.

Fondets største prosentvise eierandel i et enkeltelskap i aksjeporteføljen utenom de børsnoterte eiendomsinvesteringene var i industriselskapet Smurfit Kappa Group Plc. Eierandelen på 6,6 prosent hadde en verdi på nær 4,4 milliarder kroner. Fondet kan ikke eie mer enn 10 prosent av de stemmeberettigede aksjene i et enkeltelskap, med unntak av børsnoterte eiendomsselskaper.

Vi deltok i totalt 211 børsnoteringer i 2017. De største børsnoteringene i markedet som fondet kjøpte aksjer i, var i finansselskapet Allied Irish Banks Plc, konsumvareselskapet Pirelli & C SpA og industriselskapet Landis+Gyr Group AG. Fondets største deltakelse i børsnoteringer var i Pirelli & C SpA, finansselskapet BAWAG P.S.K. og Allied Irish Banks Plc.

FACEBOOK

Facebook er et amerikansk selskap som ble etablert i 2004. Selskapet er et sosialt nettverk som i 2017 hadde over 2 milliarder månedlig aktive brukere. Selskapet har hovedkontor i Menlo Park, California, ytterligere 12 kontorer i USA og 42 kontorer i andre land. I 2017 hadde Facebook over 23 000 ansatte. Selskapet eier også de sosiale plattformene Instagram og WhatsApp.



Tabell 12 Fondets største aksjeholdninger per 31. desember 2017. Millioner kroner

Selskap	Land	Beholdning
Apple Inc	USA	66 029
Nestlé SA	Sveits	51 040
Royal Dutch Shell Plc	Storbritannia	50 258
Alphabet Inc	USA	47 892
Microsoft Corp	USA	47 549
Novartis AG	Sveits	36 770
Amazon.com Inc	USA	36 579
Roche Holding AG	Sveits	35 151
Tencent Holdings Ltd	Kina	33 952
HSBC Holdings Plc	Storbritannia	30 777
Samsung Electronics Co Ltd	Sør-Korea	30 402
Facebook Inc	USA	29 759
Johnson & Johnson	USA	27 365
Berkshire Hathaway Inc	USA	26 740
JPMorgan Chase & Co	USA	25 823
Bank of America Corp	USA	25 546
Exxon Mobil Corp	USA	25 266
BP Plc	Storbritannia	24 854
Linde AG	Tyskland	23 057
Taiwan Semiconductor Manufacturing Co Ltd	Taiwan	22 550

Tabell 13 Fondets største eierandeler i aksjemarkedene per 31. desember 2017. Prosent

Selskap ¹	Land	Eierandel
Smurfit Kappa Group Plc	Storbritannia	6,6
Com Hem Holding AB	Sverige	6,5
Linde AG	Tyskland	6,5
Brenntag AG	Tyskland	6,4
Lamprell Plc	Storbritannia	6,1
Boliden AB	Sverige	5,8
Lear Corp	USA	5,4
Tamura Corp	Japan	5,2
Maruwa Co Ltd/Aichi	Japan	5,2
Polypipe Group Plc	Storbritannia	5,2
AWE Ltd	Australia	5,2
Tesco Plc	Storbritannia	5,2
Alcoa Corp	USA	5,1
Hyundai Corp	Sør-Korea	5,1
Sato Holdings Corp	Japan	5,1
InterXion Holding NV	USA	5,1
LANXESS AG	Tyskland	5,1
Credit Suisse Group AG	Sveits	5,1
Bangkok Ranch PCL	Thailand	5,0
Tocalo Co Ltd	Japan	5,0

¹ Eksklusive noterte eiendomsinvesteringer.

VEOLIA

Veolia er et fransk selskap som ble etablert i 1853. Selskapet er et industrikonsern med hovedvirksomhet innen vannforsyning, avfallshåndtering og energi. Selskapet har hovedkontor i Paris, og over 160 000 ansatte på verdensbasis. I 2017 bistod selskapet rundt 100 millioner mennesker med drikkevann. Veolia er en del av fondets miljøportefølje.



I desember 2017 gjorde fondet sin første unoterte eiendomsinvestering i Asia. Fondet kjøpte en 70 prosent eierandel i fem eiendommer i Tokyo, Japan, gjennom et partnerskap med Tokyu Land Corporation. Eiendommene utgjør ca. 12 300 kvadratmeter med kontor og handelslokaler.

3.2 EIENDOM

God avkastning fra eiendomsporteføljen

Fondets unoterte eiendomsinvesteringer hadde en avkastning på 7,5 prosent i 2017, og utgjorde 2,6 prosent av fondet ved utgangen av året. Fondet gjennomførte i 2017 sin første unoterte eiendomsinvestering i Asia.

Fra og med 1. januar 2017 ble mandatet for forvaltningen endret. Fondets eiendomsinvesteringer er ikke lenger en del av den strategiske referanseindeksen. Referanseindeksen består i dag av aksjer og obligasjoner. Fondet kan fortsatt investere i eiendom, men det er delegert til Norges Bank å beslutte størrelsen og sammensetningen av eiendomsinvesteringene gjennom mandatets overordnede rammer. Finansdepartementet har i mandatet fastsatt en øvre ramme for unoterte eiendomsinvesteringer på 7 prosent av fondets verdi. Endringene i mandatet for forvaltningen av fondet sikrer en helhetlig tilnærming til et forvaltningsoppdrag som inkluderer både noterte og unoterte investeringer.

Investeringene i unotert eiendom hadde en avkastning på 7,5 prosent i 2017. Vi investerte totalt 14,8 milliarder kroner i unotert eiendom i 2017, mot 19,1 milliarder kroner i 2016. Investeringene hadde en markedsverdi på 219 milliarder kroner, som tilsvarer 2,6 prosent av fondet ved utgangen av året. Som andel av

eiendomsinvesteringene utgjorde unotert eiendom 75 prosent.

Avkastningen av 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 3,7 prosentpoeng i 2017 målt i lokal valuta. Verdiendring på eiendom og gjeld bidro positivt til resultatet med 3,8 prosentpoeng målt i lokal valuta. Transaksjonskostnader bidro negativt med -0,2 prosentpoeng, mens valutasingninger hadde en positiv påvirkning på resultatet med 0,1 prosentpoeng for året.

Løpende leieinntekter fratrukket driftskostnader forventes å være relativt stabile over tid. Disse genererer en jevn kontantstrøm til fondet. Vi gjennomfører eksterne verdsettelse av eiendommene og gjelden. Disse verdiene kan variere fra år til år i takt med markedene vi er investert i. Transaksjonskostnadene vil variere med investeringsaktiviteten.

Tabell 14 Avkastning på unoterte eiendomsinvesteringer

	Siden oppstart ¹	2017	2016	2015	2014	2013
Leieinntekter (prosentpoeng)	4,0	3,7	3,7	4,1	4,4	4,6
Verdiendringer (prosentpoeng)	3,5	3,8	0,7	6,7	7,1	3,8
Transaksjonskostnader (prosentpoeng)	-1,3	-0,2	-0,2	-0,2	-0,8	-0,4
Resultat av valutajusteringer (prosentpoeng)	0,0	0,1	-2,5	0,1	-1,0	3,8
Totalt (prosent)	6,2	7,5	1,7	10,8	9,6	11,8

¹ Fra 31. mars 2011

EIENDOMSMARKEDER

Eiendomsinvesteringene i Europa hadde en avkastning på 8,6 prosent målt i lokal valuta, og sto for 52,0 prosent av fondets unoterte eiendomsinvesteringer. Det europeiske eiendomsmarkedet var variert i 2017.

Kontoreiendom i Tyskland og Frankrike hadde høyere leietakeraktivitet, mens bildet var mer blandet i Storbritannia. De mest besøkte handlegatene var fortsatt attraktive for detaljhandelen. Logistikeiendom hadde også en lav andel ledige lokaler grunnet økt etterspørsel fra leietakere i de største markedene.

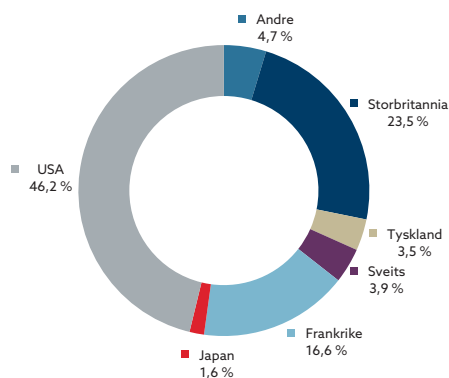
Eiendomsinvesteringene i USA hadde en avkastning på 6,2 prosent målt i lokal valuta, og sto for 46,2 prosent av fondets unoterte eiendomsinvesteringer. Leieprisene for amerikanske kontorlokaler fortsatte å stige i

2017. Leieprisene endte noe høyere enn i 2016. Investeringsaktiviteten innen kontorsektoren falt i New York og i San Francisco, men holdt seg på et stabilt nivå i Boston. I Washington, D.C. var investeringsaktiviteten høyere i 2017 enn i 2016.

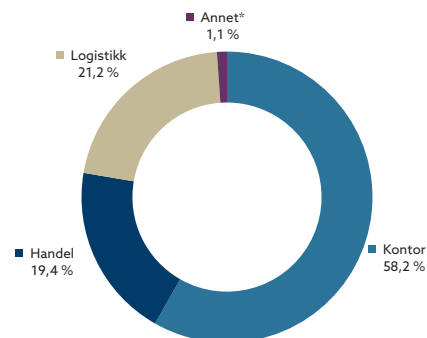
I desember kjøpte fondet en andel på 70 prosent av fem eiendommer i Tokyo. Dette var fondets første unoterte eiendomsinvestering i Asia. Eiendomsinvesteringene i Japan sto for 1,6 prosent av fondets unoterte eiendomsinvesteringer ved utgangen av året. Det japanske eiendomsmarkedet er det største investerbare utviklede markedet i Asia.

Eiendomsmarkedet i Tokyo har vært preget av en fallende andel ledige lokaler innenfor kontor- og handelseiendom de siste fem årene, uten at det er reflektert i leieprisveksten.

Figur 11 Fondets unoterte eiendomsinvesteringer fordelt etter land per 31. desember 2017. Prosent



Figur 12 Fondets unoterte eiendomsinvesteringer fordelt etter sektor per 31. desember 2017. Prosent



*Andre sektorer, bankinnskudd og andre fordringer

Tabell 15 Nye investeringer i 2017

Adresse	By	Partner	Sektor	Eierandel Prosent	Valuta	Pris Millioner
10 Piccadilly	London	The Crown Estate	Kontor og handel	25	GBP	32,3
263-269 Oxford Street, 1-4 Princes Street	London	The Crown Estate	Kontor og handel	25	GBP	30,0
Axel-Springer-Strasse og Zimmerstrasse	Berlin	-	Kontor	100	EUR	425,0
6-8 boulevard Haussmann	Paris	-	Kontor	100	EUR	462,2
20 Air Street	London	The Crown Estate	Kontor og handel	25	GBP	112,5
375 Hudson Street	New York	Trinity Church Wall Street og Hines	Kontor og handel	48	USD	223,0
1101 New York Avenue, NW	Washington, D.C.	Oxford Properties Group	Kontor og handel	49	USD	190,8
900 16 th Street, NW	Washington, D.C.	Oxford Properties Group	Kontor og handel	49	USD	74,0
Fem eiendommer i Omotesando-distriktet	Tokyo	Tokyu Land Corporation	Kontor og handel	70	JPY	92 750,0

Tabell 16 Fondets største unoterte eiendomsinvesteringer innen kontor og handel per by per 31. desember 2017

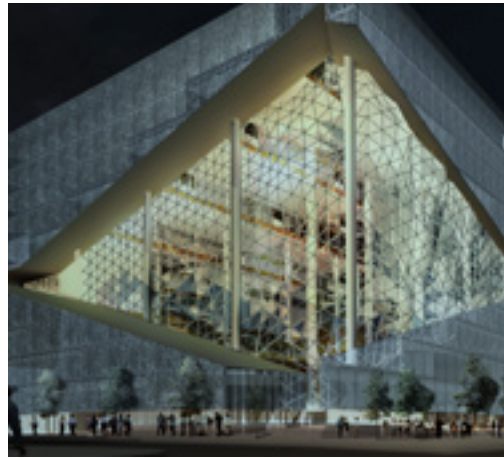
By	Prosent
London	22,8
New York	21,5
Paris	19,1
Boston	8,9
Washington, D.C.	6,3
San Francisco	5,9
Zürich	4,9
Sheffield	3,5
Tokyo	2,0
Berlin	1,5

Tabell 17 Fondets største unoterte eiendomsinvesteringer innen logistikk per land per 31. desember 2017

Land	Prosent
USA	57,7
Storbritannia	12,7
Frankrike	7,4
Spania	4,4
Nederland	4,0
Polen	4,0
Tsjekkia	2,7
Italia	2,6
Tyskland	1,7
Ungarn	1,5



5-3-2 Jingumae, Shibuya



Axel-Springer-Strasse og Zimmerstrasse, Berlin



1101 New York Avenue, NW, Washington, D.C.



6-8 boulevard Haussmann, Paris



UTVIDET INFORMASJON OM UNOTERTE EIENDOMSINVESTETERINGER

En egen publikasjon om fondets unoterte eiendomsinvesteringer publiseres i mars 2018. Publikasjonen blir tilgjengelig på våre nettsider www.nbim.no

BØRSNOTERT EIENDOM

Fondets samlede strategi for eiendom består av både børsnotert eiendom og unoterte eiendomsinvesteringer, og utgjør eiendomsforvaltningen.

Børsnoterte eiendomsinvesteringer hadde en avkastning på 14,1 prosent i 2017. Investeringene hadde en markedsverdi på 73 milliarder kroner ved utgangen av året og utgjorde 0,9 prosent av fondet. Som andel av eiendomsinvesteringene utgjorde børsnotert eiendom 25 prosent.

Strategien for børsnoterte eiendomsinvesteringer skal bidra til fondets overordnede mål om høyest mulig avkastning på lang sikt, gjennom å bruke fondets størrelse, lange investeringshorisont og begrensede likviditetsbehov. Investeringene i børsnoterte eiendomsselskaper har eksponering mot eiendommer av høy kvalitet i attraktive byer og sektorer globalt, og kunne vært en naturlig del av den unoterte eiendomsporteføljen.

Den børsnoterte eiendomsporteføljen er derfor hovedsakelig satt sammen av selskaper med underliggende eksponering mot de samme byene og sektorene som den unoterte eiendomsporteføljen. Kontorsegmentet utgjør omkring halvparten av porteføljen.

I desember ble det annonsert at vi har økt eierandelen i det børsnoterte eiendomsselskapet Shaftesbury Plc til 12,6 prosent, opp fra 9,2 prosent ved utgangen av 2016. Dette er det eneste børsnoterte selskapet i porteføljen der fondet eier mer enn 10 prosent. I tillegg sto ytterligere tre britiske, to amerikanske, to tyske, ett fransk og ett svensk selskap på listen over fondets ti største børsnoterte eiendomsselskaper.

Tabell 18 Eierandeler for de børsnoterte eiendomsinvesteringene per 31. desember 2017. Prosent

Selskap	Land	Eierandel
Shaftesbury Plc	Storbritannia	12,6
Great Portland Estates Plc	Storbritannia	9,5
Gecina SA	Frankrike	9,1
Capital & Counties Properties Plc	Storbritannia	7,8
Vonovia SE	Tyskland	7,4
Svenska Cellulosa AB SCA	Sverige	7,2
Deutsche Wohnen SE	Tyskland	7,0
Land Securities Group Plc	Storbritannia	6,9
Vornado Realty Trust	USA	6,5
Paramount Group Inc	USA	5,9
Derwent London Plc	Storbritannia	5,5
JBG SMITH Properties	USA	5,0
Boston Properties Inc	USA	4,7
British Land Co Plc/The	Storbritannia	4,6
Kilroy Realty Corp	USA	4,5
Federal Realty Investment Trust	USA	4,1
GGP Inc	USA	3,1

Tabell 19 Verdien av eiendomsinvesteringene per 31. desember 2017. Millioner kroner

	Verdi ¹
Unoterte eiendomsinvesteringer	218 643
Børsnoterte eiendomsinvesteringer	72 613
Aggregerte eiendomsinvesteringer	291 256

¹ Inkludert bankinnskudd og andre fordringer

Unoterte eiendomsinvesteringer

Andel av markedsverdi

USA

46,2 %

4,7 prosent er investert i andre land.

STORBRITANNIA

23,5 %

FRANKRIKE

16,6 %

JAPAN

1,6 %

TYSKLAND

3,5 %

SVEITS

3,9 %



God renteavkastning i rolige markeder

Fondets renteinvesteringer fikk en avkastning på 3,3 prosent i 2017. Det var små svingninger i rentenivå i hovedmarkedene gjennom året.

Renteinvesteringene utgjorde 30,8 prosent av fondet ved utgangen av året. Investeringene besto hovedsakelig av obligasjoner, i tillegg til kortsiktige rentepapirer og bankinnskudd.

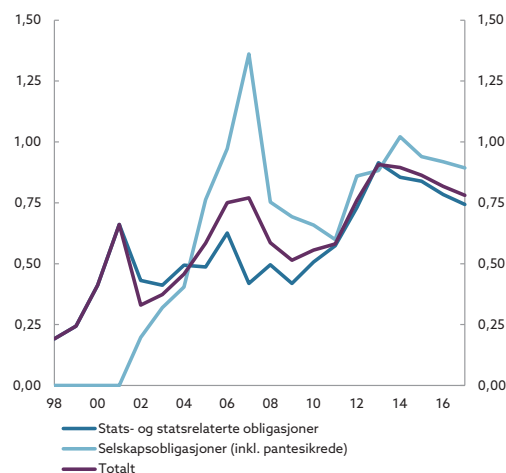
SMÅ SVINGNINGER I HOVEDMARKEDENE

Statsobligasjoner fikk en avkastning på 3,1 prosent i fjor og utgjorde 55,8 prosent av renteinvesteringene. Statsobligasjoner i utviklede markeder, som utgjorde 45,2 prosent av porteføljen, fikk en avkastning på 1,6 prosent.

Amerikanske statsobligasjoner fikk en avkastning på -2,4 prosent, 3,0 prosent i lokal valuta, og utgjorde 19,7 prosent av renteinvesteringene.

Dette var fondets største beholdning av statsgjeld fra en enkeltutsteder. Den amerikanske sentralbanken hevet styringsrenten tre ganger i løpet av året, siste gang til 1,5 prosent. Dette var i tråd med markedets forventninger. Sentralbanken begynte å redusere sin balanse etter en lengre periode med kvantitative lettelser, og signaliserte også ytterligere rentehevinger de neste årene.

Figur 13 Fondets eierandeler i obligasjonsmarkedene. Prosent av markedsverdien til obligasjoner i referanseindeksen



Euro-denominerte statsobligasjoner fikk en avkastning på 8,5 prosent, 0,5 prosent i lokal valuta, og utgjorde 12,2 prosent av renteinvesteringene. Økonomisk vekst i eurosonen overrasket positivt sammenlignet med forventningene ved inngangen til året. Den europeiske sentralbanken holdt renten på samme nivå gjennom året og fortsatte med sine aktivkjøp, men i mindre omfang enn tidligere. I årets siste kvartal annonserte sentralbanken en ytterligere nedtrapping av de kvantitative lettelsene. Euroen styrket seg betydelig gjennom året og ga høy avkastning på renteinvesteringene i eurosonen målt i fondets valutakurv.

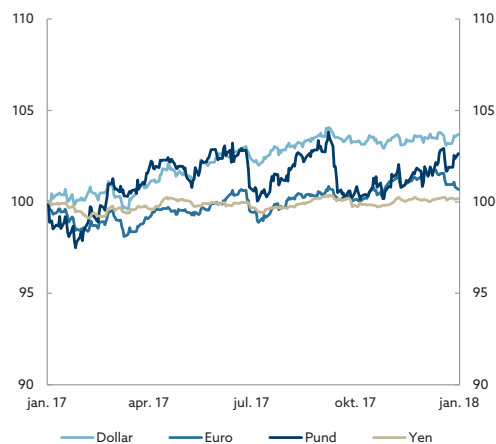
Britiske statsobligasjoner, som utgjorde 2,7 prosent av renteinvesteringene, hadde en avkastning på 6,9 prosent, 3,0 prosent i lokal valuta. Den britiske sentralbanken hevet renten for første gang siden finanskrisen mot slutten av året.

Japanske statsobligasjoner, som utgjorde 7,2 prosent av renteinvesteringene, hadde en avkastning på -1,8 prosent og 0,1 prosent i lokal valuta. Den japanske sentralbanken fortsatte med store aktivkjøp gjennom året, med formål å holde lange renter stabile omkring null.

GOD AVKASTNING I FREMVOKSENDE MARKEDER

Statsobligasjoner i fremvoksende markeder, som utgjorde 10,6 prosent av renteinvesteringene, fikk i 2017 en avkastning på 8,5 prosent. Polen utmerket seg særlig positivt, med en avkastning på 19,4 prosent, tilsvarende 4,9 prosent i lokal valuta. Sørafrikanske statsobligasjoner ga også en god avkastning på 15,2 prosent, tilsvarende 10,0 prosent i lokal valuta. Sør-Afrikas kredittverdighet ble nedgradert i november, og sørafrikanske statsobligasjoner falt ut av referanseindeksen fra Finansdepartementet fra 1. desember 2017.

Figur 14 Kursutviklingen for obligasjoner som er utstedt i ulike valutaer. Målt i lokal valuta. Indeksert totalavkastning 31.12.2016 = 100



Kilde: Bloomberg Barclays Indices

Tabell 20 Avkastning på fondets største obligasjonsbeholdninger i 2017. Fordelt etter valuta. Prosent

Valuta	Avkastning i internasjonal valuta	Avkastning i lokal valuta	Andel av renteinvesteringene
Amerikanske dollar	-1,4	4,1	43,5
Euro	8,8	0,8	26,4
Japanske yen	-1,8	0,1	7,8
Britiske pund	7,2	3,3	4,6
Kanadiske dollar	3,6	2,1	3,8
Australske dollar	6,0	3,5	2,3
Sørkoreanske won	7,1	0,1	1,7
Meksikanske peso	6,3	6,5	1,7
Indiske rupi	5,3	4,5	1,1
Brasilianske real	8,2	16,3	1,0

Realrenteobligasjoner, som alle er utstedt av stater, fikk en avkastning på -0,1 prosent og utgjorde 5,0 prosent av renteinvesteringene. Det har vært små endringer i inflasjonsforventningene priset inn i markedet gjennom året i hovedmarkedene.

Fondet var også investert i obligasjoner fra statsrelaterte institusjoner som Kreditanstalt für Wiederaufbau, European Investment Bank og Canada Housing Trust. Beholdningen av slike obligasjoner fikk en avkastning på 4,4 prosent og sto for 12,1 prosent av fondets renteinvesteringer ved utgangen av året.

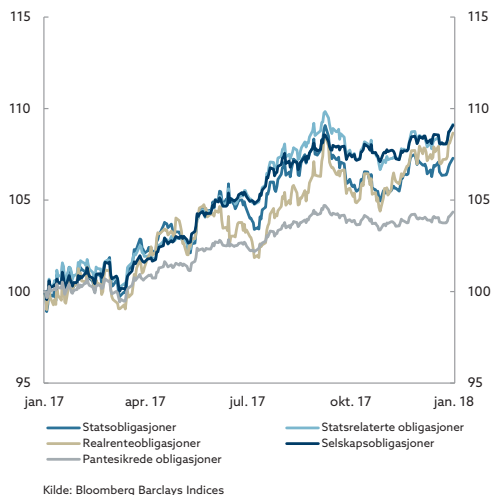
Selskapsobligasjoner fikk en avkastning på 2,8 prosent og utgjorde 24,2 prosent av fondets renteinvesteringer ved utgangen av året. Fallende kredittpremier påvirket avkastningen positivt, mens en høy andel denominert i amerikanske dollar bidro negativt til avkastningen.

De pantesikrede obligasjonene, som i hovedsak består av obligasjoner med fortrinnsrett denominert i euro, fikk en avkastning på 5,4 prosent. Pantelikrede obligasjoner utgjorde 5,1 prosent av fondets renteinvesteringer.

ENDRINGER I BEHOLDNINGEN AV RENTEPAPIRER

I 2017 økte markedsverdien av fondets renteinvesteringer mest i statsobligasjoner utstedt av Japan, USA og Frankrike. Fondets største markedsverdireduksjon var i statsobligasjoner utstedt av Storbritannia, Tyskland og Nederland. Amerikansk statsgjeld sto for den største beholdningen av obligasjoner fra en enkeltutsteder, fulgt av statsgjeld fra Japan og Tyskland.

Figur 15 Kursutviklingen for ulike obligasjoner. Målt i amerikanske dollar. Indeksert totalavkastning 31.12.2016 = 100



Figur 16 Kursutviklingen for statsobligasjoner utstedt i et utvalg av fremvoksende økonomiers valutaer. Målt i amerikanske dollar. Indeksert totalavkastning 31.12.2016 = 100



Tabell 21 Avkastningen på fondets renteinvesteringer i 2017. Fordelt etter sektor i internasjonal valuta. Prosent

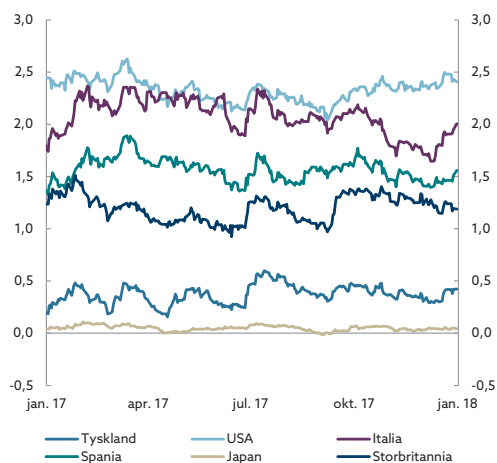
Sektor	Avkastning	Andel av renteinvesteringene ¹
Statsobligasjoner ²	3,1	55,8
Statsrelaterte obligasjoner ²	4,4	12,1
Realrenteobligasjoner ²	-0,1	5,0
Selskapsobligasjoner	2,8	24,2
Pantesikrede obligasjoner	5,4	5,1

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

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

Tabell 22 Fondets største obligasjonsbeholdninger per 31. desember 2017. Millioner kroner

Utsteder	Land	Beholdning
Amerikanske stat	USA	607 651
Japanske stat	Japan	190 956
Tyske stat	Tyskland	119 591
Britiske stat	Storbritannia	70 061
Franske stat	Frankrike	63 517
Spanske stat	Spania	48 221
Meksikanske stat	Mexico	46 036
Koreanske stat	Sør-Korea	45 425
Italienske stat	Italia	42 150
Australske stat	Australia	34 860
Kreditanstalt für Wiederaufbau	Tyskland	28 703
Indiske stat	India	27 826
Brasilianske stat	Brasil	25 334
Kanadiske stat	Canada	25 008
Canada Mortgage & Housing Corp	Canada	23 399
Indonesiske stat	Indonesia	22 817
European Investment Bank	Internasjonal organisasjon	19 421
Russiske stat	Russland	18 385
Bank of America Corp	USA	17 002
AT&T Inc	USA	16 526

Figur 17 Utviklingen i rentene på tiårige statsobligasjoner. Prosent


Kilde: Bloomberg

4.1 INVESTERINGSSTRATEGIENE

God relativ avkastning

Vi søker å utnytte fondets langsiktige investeringshorisont og betydelige størrelse for å skape høy avkastning med akseptabel risiko. I 2017 var fondets samlede avkastning 0,7 prosentpoeng høyere enn avkastningen på referanseindeksen.

Investeringsmandatet, fastsatt av Finansdepartementet, er endret fra 1. januar 2017. Avkastningen på fondets investeringer, inkludert eiendomsinvesteringene, sammenlignes med avkastningen på fondets referanseindeks sammensatt av globale indekser for aksjer og obligasjoner. Referanseindeksen fra Finansdepartementet består av en delindeks for aksjer og en delindeks for obligasjoner. For aksjer tar indeksen utgangspunkt i den globale All Cap-indeksen fra FTSE Group. For renter er indekser fra Bloomberg Barclays Indices utgangspunktet.

Fondets allokering til eiendom er fra 1. januar 2017 finansiert med salg av aksjer og obligasjoner tilpasset valutaen som eiendomsinvesteringen gjøres i. Referanseindeksen for aksjer og obligasjoner er deretter justert for den faktiske finansieringen av eiendomsinvesteringene. Dette muliggjør en nøyaktig måling av den relative avkastningen for alle de tre aktivklassene.

INVESTERINGSSTRATEGI

Investeringsstrategien søker å utnytte fondets særtrekk som en stor, global investor med begrensede kortsiktige forpliktelser til å oppnå høyest mulig avkastning med akseptabel risiko. Fondets investeringsstrategi er gruppert i hovedstrategiene allokering, verdipapirseleksjon og markedseksponering.

Allokeringsstrategien

Målet for allokeringsstrategien er å forbedre fondets markeds- og risikoeksponering på sikt ved å sette sammen en referanseportefølje som er bedre tilpasset fondet enn referanseindeksen.

Referanseporteføljen er utgangspunktet for fondets investeringer. Formålet med referanseporteføljen er å oppnå et best mulig bytteforhold mellom avkastning og risiko i fondet på langt sikt, innenfor rammene i mandatet for forvaltningen. Vi søker å oppnå en diversifisert referanseportefølje ved å inkludere flere markeder og markedssegmenter, og å forbedre avkastningen ved å inkludere eksponering mot systematiske faktorstrategier.

Vi investerer i unotert og notert eiendom for å forbedre bytteforholdet mellom avkastning og risiko i fondet. Eiendomsinvesteringene finansieres ved å selge en kombinasjon av aksjer og obligasjoner i samme valuta. Salg av aksjer og obligasjoner tilpasses hver enkelt investering og styres gjennom allokeringsstrategien. Stabil tilgang til kapital er et av fondets komparative fortrinn som eiendomsinvestor.

Eksponeringen mot aksje-, durasjons- og valutarisiko i den faktiske porteføljen vil til tider avvike fra referanseporteføljens strategiske eksponering som følge av markedsbevegelser. Porteføljen må derfor rebalanseres mot det strategiske utgangspunktet. Størrelsene og tidspunktene for disse allokeringsbeslutningene avhenger av transaksjonskostnader, risiko og verdsettelse. I fremvoksende markeder tilpasser vi referanseporteføljen for å redusere transaksjonskostnader, kontrollere risiko og fange et investeringsunivers i stadig endring. Denne typen allokeringsbeslutninger omfatter investeringer i nye fremvoksende (frontier) markeder, statsobligasjoner i fremvoksende

markeder og skreddersydde referanseindekser for våre forvaltere i disse markedene.

Verdipapirseleksjonsstrategien

Målet for våre verdipapirseleksjonsstrategier er å oppnå meravkastning sammenlignet med relevante målestokker. Dette gjelder både interne og eksterne verdipapirseleksjonsstrategier.

Hensikten med den interne verdipapirseleksjonen er å forbedre avkastningen og å bidra til at fondets rolle som en ansvarlig og aktiv eier har et solid fundament. For en langsiktig eier vil utviklingen over tid i enkelt-selskaper og næringer være viktig for den avkastningen som kan oppnås. På kort sikt er avkastningen i kapital-markedene påvirket av mange faktorer. Avkastningen er ikke nødvendigvis direkte relatert til den underliggende utviklingen i selskapene. Etter hvert som investeringshorisonten øker, har selskapenes inntjening og kontantstrøm økende betydning for avkastningen.

Bred innsikt i enkelt-selskaper og deres langsiktige forretningsmuligheter er basis for investeringsbeslutningene. Vi bruker betydelig kapasitet på analyse av store selskaper, deres markeder og utfordringene de står overfor. Kunnskapen som vi høster fra verdipapirseleksjonsaktiviteten, gir også innsikt i risikoen i porteføljen. Vi har møter med selskapene vi er investert i, typisk med toppledelsen. Selskapsdialog øker kunnskapen vår om selskapene, styrker forholdet til bedriften og støtter opp om eierskapsarbeidet vårt.

Vi investerer også i fremvoksende markeder gjennom eksterne forvaltere med lokal tilstedeværelse. Vi velger forvaltere som er eksperter på å analysere enkelt-selskapers avkastningspotensial og forstå risiko relatert til selskapsstyring, miljø og sosiale forhold. Særskilt

kunnskap om markedene er nødvendig siden standarder for åpenhet og selskapsstyring varierer betydelig fra marked til marked. Vi overvåker investeringene kontinuerlig, besøker de eksterne forvalterne ofte og er rustet for å gjøre endringer raskt om nødvendig.

Markedseksponeringsstrategien

Vår markedseksponeringsstrategi tar sikte på å skape god avkastning over tid gjennom aktiv posisjonering, utlån av verdipapirer og ved å holde transaksjonskostnadene lave.

Vi styrer faktoreksponeringen løpende ved å bruke ulike systematiske strategier med forskjellig investeringshorisont, og kontrollerer samtidig omsetningshastigheten i porteføljen.

Verdipapirutlån er en integrert del av vår markedseksponeringsstrategi. Utlån gjøres både direkte og gjennom ekstern leverandør. Vi søker et best mulig bytteforhold mellom risiko og avkastning for utlånsaktiviteten gjennom å tilby tilpassede lånebetingelser og strukturer.

Vi søker å minimere og kontrollere transaksjonskostnadene som påløper, ved å gjennomføre fondets investeringsstrategier. Vi kan være tålmodige ved rebalansering. Da kan vi benytte naturlig likviditet og kapitalmarkedshendelser for å oppnå mer langsiktige eksponeringsmål og unngå svakheter ved en streng og mekanisk tilpasning til referanseindeksen. Dette leder ofte til høye tilpasningskostnader, særlig for store og globale fond. Der det er hensiktsmessig, drar vi nytte av andre markedsaktørers likviditetsbehov og begrensninger.

Risikoen er kontrollert på region-, sektor- og utstedernivå. Noen av strategiene vil utsette fondet for halerisiko, og vi følger tett med på den risikoen.

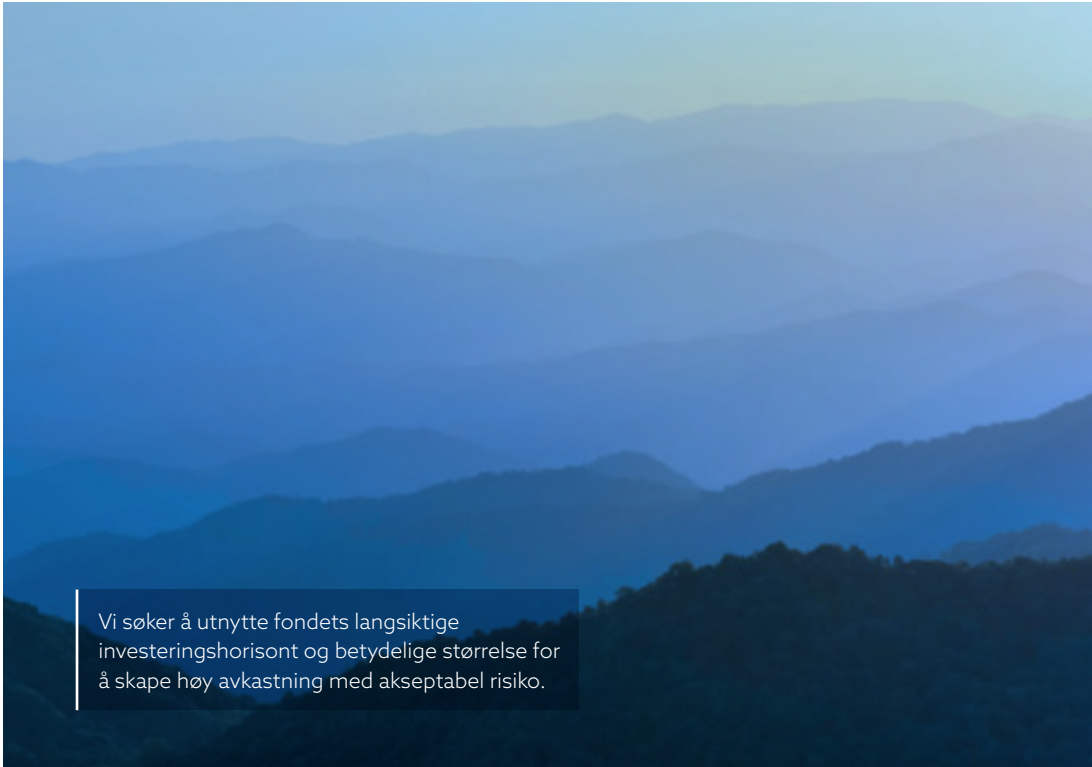
RELATIV AVKASTNING

Avkastningen på fondet måles mot en referanseindeks som består av en indeks for aksjer og en indeks for obligasjoner. Fondet investerer også i eiendom. Når vi kjøper eiendom selger vi obligasjoner og aksjer i et forhold som holder valutarisikoen uendret. Relativ avkastning på eiendomsforvaltningen er avkastningsforskjellen mellom avkastningen på fondets unoterte og noterte eiendomsinvesteringer og avkastningen på de obligasjonene og aksjene vi solgte da vi kjøpte disse. Tilsvarende rapporterer vi relativ avkastning for aksje- og renteforvaltningen mot referanseindekser som justeres for hvordan vi har valgt å finansiere fondets unoterte og noterte eiendomsinvesteringer. Dette gir en helhetlig risikostyring av fondet.

I 2017 var fondets samlede avkastning 0,7 prosentpoeng høyere enn avkastningen på referanseindeksen. Alle investeringsstrategiene bidro til fondets positive relative avkastning.

Den relative avkastningen kan brytes ned på investeringsstrategier. I 2017 var bidraget til den relative avkastningen fra investeringsstrategiene allokering, verdipapirseleksjon og markedseksponering henholdsvis 0,22 prosentpoeng, 0,40 prosentpoeng og 0,08 prosentpoeng.

Fondets relative avkastning siden 1998 har vært 0,28 prosentpoeng høyere enn referanseindeksen, og de siste ti årene har den vært 0,15 prosentpoeng høyere.



Vi søker å utnytte fondets langsiktige investeringshorisont og betydelige størrelse for å skape høy avkastning med akseptabel risiko.

Tabell 23 Relativ avkastning for fondets forvaltning. Prosentpoeng

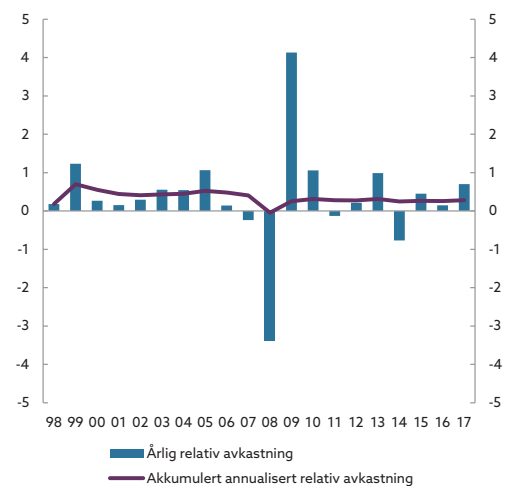
År	Fondet ¹	Aksje- forvalt- ningen	Rente- forvalt- ningen	Eiendoms- forvalt- ningen
2017 ²	0,70	0,79	0,39	0,70
2016	0,15	0,15	0,16	-
2015	0,45	0,83	-0,24	-
2014	-0,77	-0,82	-0,70	-
2013	0,99	1,28	0,25	-
2012	0,21	0,52	-0,29	-
2011	-0,13	-0,48	0,52	-
2010	1,06	0,73	1,53	-
2009	4,13	1,86	7,36	-
2008	-3,37	-1,15	-6,60	-
2007	-0,24	1,15	-1,29	-
2006	0,14	-0,09	0,25	-
2005	1,06	2,16	0,36	-
2004	0,54	0,79	0,37	-
2003	0,55	0,51	0,48	-
2002	0,30	0,07	0,49	-
2001	0,15	0,06	0,08	-
2000	0,27	0,49	0,07	-
1999	1,23	3,49	0,01	-
1998	0,18	-	0,21	-

¹ Inkluderer eiendomsforvaltningen fra og med 2017. Fondets relative avkastning før 2017 er beregnet på aksje- og renteforvaltningen.

² Målt mot faktisk finansiering.

Tabell 24 Relativ avkastning. Prosentpoeng

	2017
Fondet	0,70
Aksjeinvesteringene	0,76
Aksjeforvaltningen	0,79
Renteinvesteringene	0,43
Renteforvaltningen	0,39

Figur 18 Årlig relativ avkastning og akkumulert annualisert relativ avkastning på fondet. Beregnet på aggregerte aksje- og renteinvesteringer fram til og med 2016. Prosentpoeng

REFERANSEPORTEFØLJE FOR AKSJER

Den interne referanseporteføljen for aksjeinvesteringene fikk en avkastning på 18,9 prosent i 2017. Avkastningen var 0,2 prosentpoeng høyere enn referanseindeksen fastsatt av Finansdepartementet. Referanseporteføljen har en høyere vekt i kvalitetsselskaper sammenlignet med referanseindeksen. Dette bidro positivt til den relative avkastningen. En høyere vekt i verdiskaper bidro imidlertid negativt.

Fondets aksjeinvesteringer besto av aksjer i 9 146 børsnoterte selskaper ved utgangen av 2017. Investeringene måles mot referanseindeksen fra Finansdepartementet. Denne tar utgangspunkt i FTSE Global All Cap-indeksen, som besto av 7 536 børsnoterte selskaper.

Avkastningen på fondets aksjeinvesteringer var 0,8 prosentpoeng høyere enn referanseindeksens avkastning, og kom som et resultat av de ulike investeringsstrategiene i fondet. Blant de ulike sektorene fondet investeres i, bidro investeringer i industri- og finanssektorene mest positivt til den relative avkastningen. Teknologisektoren bidro negativt til den relative avkastningen. Blant de ulike landene som fondet investeres i, bidro Kina og Tyskland mest positivt til den relative avkastningen, mens Sør-Afrika bidro mest negativt.

REFERANSEPORTEFØLJE FOR RENTER

Den interne referanseporteføljen for renteinvesteringene fikk en avkastning på 3,2 prosent i 2017. Avkastningen var 0,3 prosentpoeng høyere enn referanseindeksen fastsatt av Finansdepartementet. Referanseporteføljen hadde en overvekt i fremvoksende markeder som bidro positivt til den relative avkastningen. En høyere vekt i statsrelaterte obligasjoner bidro også positivt.

Fondets renteinvesteringer besto av 4 736 verdipapirer fra 1 262 utstedere ved utgangen av 2017. Avkastningen på renteinvesteringene blir sammenlignet med avkastningen til en global referanseindeks for obligasjoner. Fondets referanseindeks blir fastsatt av Finansdepartementet og tar utgangspunkt i indekser fra Bloomberg Barclays Indices. Den besto av 13 101 obligasjoner fra 2 192 utstedere ved utgangen av 2017.

Avkastningen på fondets renteinvesteringer var 0,4 prosentpoeng høyere enn referanseindeksens avkastning. Fondets renteinvesteringer hadde høyere vekt i fremvoksende markeder enn fondets referanseindeks. Dette ga et positivt bidrag. En lavere durasjon på fondets renteinvesteringer i utviklede markeder sammenlignet med referanseindeksen bidro positivt. Fondet var mindre følsomt for generelt økende renter enn referanseindeksen.

Tabell 25 Bidrag fra investeringsstrategiene til fondets relative avkastning i 2017. Prosentpoeng

	Aksje- forvaltningen	Rente- forvaltningen	Eiendoms- forvaltningen	Allokering	Totalt
Allokering	0,10	0,08	0,03	0,01	0,22
Intern referanseportefølje	0,13	0,10		0,01	0,23
hvorav systematiske faktorer	0,02				0,02
hvorav utvidelse av investeringsuniverset	-0,01	0,08			0,08
Allokeringsbeslutninger	-0,03	-0,02		0,00	-0,04
Eiendom			0,03		0,03
Unotert eiendom			0,02		0,02
Notert eiendom			0,01		0,01
Verdipapirseleksjon	0,43	-0,03			0,40
Intern verdipapirseleksjon	0,22	-0,03			0,19
Ekstern verdipapirseleksjon	0,21				0,21
Markedseksposering	-0,04	0,10		0,03	0,08
Posisjonering	-0,09	0,08		0,03	0,02
Utlån av verdipapirer	0,04	0,02			0,06
Totalt	0,49	0,14	0,03	0,04	0,70

Tabell 26 Bidrag fra investeringsstrategiene til fondets relative avkastning fra 2013 til 2017. Annualisert. Prosentpoeng

	Aksje- forvaltningen	Rente- forvaltningen	Eiendoms- forvaltningen	Allokering	Totalt
Allokering	-0,01	-0,10	0,01	0,03	-0,07
Intern referanseportefølje	0,01	-0,09		0,00	-0,08
hvorav systematiske faktorer	0,02				0,02
hvorav utvidelse av investeringsuniverset	0,00	-0,05			-0,05
Allokeringsbeslutninger	-0,02	0,00		0,03	0,01
Eiendom			0,01		0,01
Unotert eiendom			0,00		0,00
Notert eiendom			0,00		0,00
Verdipapirseleksjon	0,14	-0,01			0,14
Intern verdipapirseleksjon	0,03	-0,01			0,02
Ekstern verdipapirseleksjon	0,11				0,11
Markedseksposering	0,13	0,08		0,01	0,22
Posisjonering	0,08	0,08		0,01	0,16
Utlån av verdipapirer	0,05	0,01			0,06
Totalt	0,27	-0,02	0,01	0,04	0,29

4.2 INVESTERINGSRISIKO

Forventede svingninger i verdien

Fondets verdi kan svinge mye fra år til år. Vi bruker ulike måltall og risikoanalyser for å få et bredest mulig bilde av fondets markedsrisiko.

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

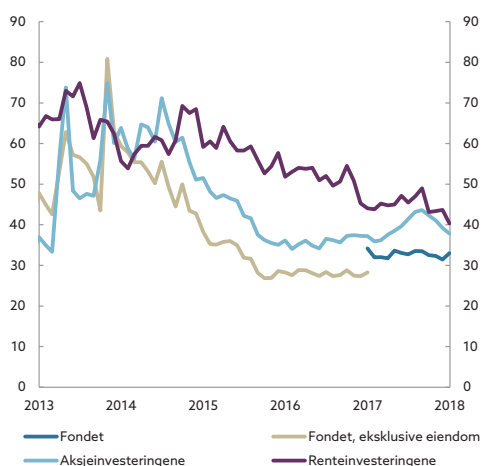
Forventet absolutt volatilitet for fondet, beregnet ved det statistiske målet standardavvik, bruker tre års prishistorikk for å anslå hvor mye den årlige avkastningen på fondets aksje- og renteinvesteringer normalt

kan forventes å svinge. Ved utgangen av 2017 var fondets forventede absolutte volatilitet på 10,8 prosent, eller om lag 920 milliarder kroner, mot 10,6 prosent året før. Økningen var hovedsakelig drevet av en høyere andel aksjer i porteføljen.

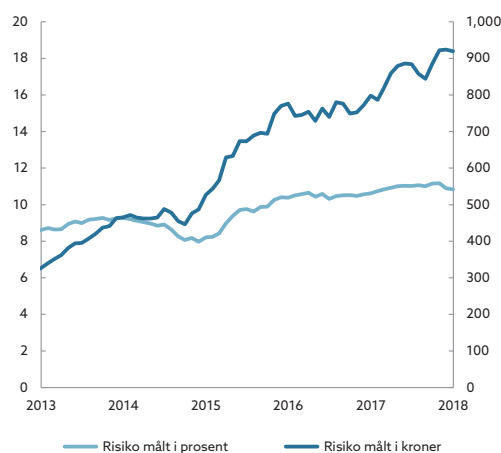
Vi investerer i eiendom for å skape en bedre diversifisert portefølje. Vi forventer at eiendomsinvesteringene ikke vil ha samme avkastningsprofil som aksjer eller obligasjoner, hverken på kort eller lengre sikt. Den relative risikoen dette innebærer, vil gi utslag i beregningene av forventet relativ volatilitet i forvaltningen. Siden det ikke finnes daglige priser for eiendomsinvesteringene våre, bruker vi en modell levert av MSCI for å beregne risikoen for de unoterte eiendomsinvesteringene fondet har.

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

Figur 19 Forventet relativ volatilitet for fondet. Basispunkter



Figur 20 Forventet absolutt volatilitet for fondet. Prosent (venstre akse) og milliarder kroner (høyre akse)



avvike fra avkastningen på fondets referanseindeks. Mandatet, som er fastsatt av Finansdepartementet, ble endret fra 1. januar 2017. Alle fondets investeringer, også unoterte eiendomsinvesteringer, er nå inkludert i beregningen av forventet relativ volatilitet og blir målt mot referanseindeksen for fondet, som består av globale aksje- og obligasjonsindekser. Grensen for forventet relativ volatilitet for fondet, inkludert unotert eiendom, er på 1,25 prosentpoeng. Ved utgangen av året var den forventede relative volatiliteten i fondet, inkludert unotert eiendom, 0,33 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 året var den på 1,49 prosentpoeng.

RELATIVE EKSPONERINGER

Fondet er posisjonert forskjellig fra fondets referanseindeks langs dimensjoner som valuta, sektorer, land, regioner, enkeltaksjer og enkeltutstedere av obligasjoner. I aksjeporteføljen

hadde fondet ved utgangen av 2017 en høyere andel aksjer som var noe mer volatile enn gjennomsnittet i referanseindeksen, og en høyere andel småselskaper enn referanseindeksen. Aksjeporteføljen hadde også en allokering til land utenfor referanseindeksens univers. Innenfor renteporteføljen hadde fondet en høyere andel investert i fremvoksende markeder enn fondets referanseindeks. Renteporteføljen hadde mindre kreditt og kortere durasjon enn referanseindeksen. Kortere durasjon gjør at fondet generelt er mindre følsomt for endringer i rentenivåene enn referanseindeksen.

Fondet hadde 219 milliarder kroner i unoterte eiendomsinvesteringer samt en allokering til børsnoterte eiendomsinvesteringer på 73 milliarder kroner ved utgangen av 2017. Disse eiendomsinvesteringene var finansiert med salg av aksjer og obligasjoner i samme valuta og med tilsvarende risiko som eiendomsinvesteringene. Alle fondets investeringer, inkludert eiendomsinvesteringene, måles nå mot fondets referanseindeks sammensatt av globale indekser og obligasjoner. Eiendomsinvesteringene utgjorde ved årets slutt en av fondets største relative eksponeringer.

Tabell 27 Risiko og eksponering for fondet

Grenser fastsatt av Finansdepartementet		31.12.2017
Allokering	Aksjeporteføljen 50–80 prosent av fondet ¹	66,7
	Unotert eiendom inntil 7 prosent av fondet	2,6
	Obligasjonsporteføljen 20–50 prosent av fondet ¹	31,5
Markedsrisiko	1,25 prosentpoeng forventet relativ volatilitet for fondets investeringer	0,3
Kreditrisiko	Inntil 5 prosent av renteinvesteringene kan ha lavere kredittvurdering enn kategori BBB-	2,5
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.

FAKTOREKSPONERINGER

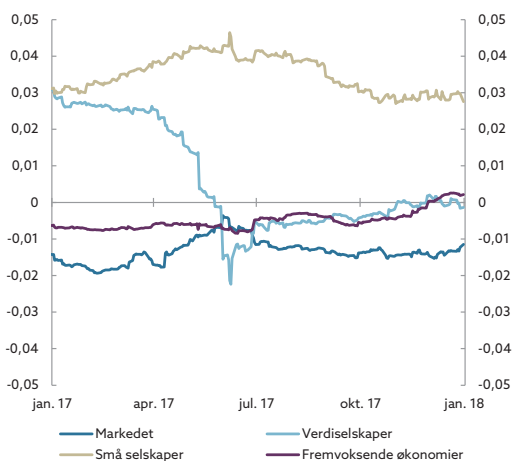
Vi måler fondets eksponering mot ulike systematiske risikofaktorer, slik som små selskaper, verdiselskaper og kredittpremier.

Risikofaktorer er fellestrekk som verdipapirer har over tid, og som bidrar til både risiko og avkastning på investeringene. Det er flere ulike metoder for å måle eksponering mot slike risikofaktorer. En av de mest brukte metodene er å sammenligne variasjonen i den relative avkastningen på fondet med variasjonen i avkastningen på faktorene. En slik analyse av faktoreksponeringer for 2017, basert på daglige observasjoner, viser blant annet at fondets aksjeinvesteringer hadde mer samvariasjon med små selskaper enn referanseindeksen. Analysen viser at 20 prosent av svingningene i

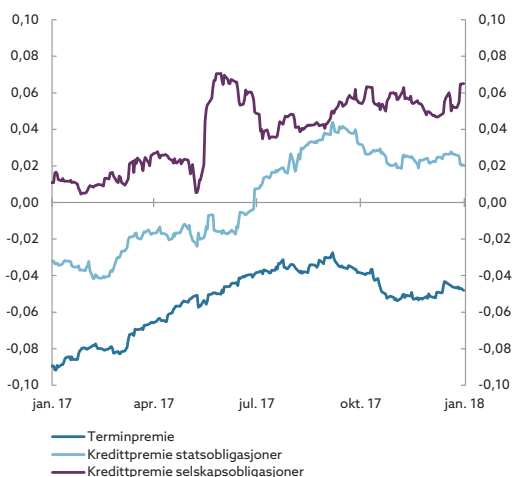
den relative avkastningen på fondets aksjeinvesteringer kunne forklares av generelle markedsbevegelser samt faktorene verdiselskaper, små selskaper og fremvoksende økonomier. Fondets renteinvesteringer hadde noe mindre samvariasjon med obligasjoner med lang løpetid enn referanseindeksen i 2017. Om lag 30 prosent av svingningene i den relative avkastningen på fondets renteinvesteringer kunne forklares med endringer i termin- og kredittpremier.

Resultatene fra slike statistiske analyser er usikre, og vi bruker flere supplerende innfallsvinkler for å analysere fondets faktoreksponeringer. Se note 8 i regnskapsrapporteringen for mer informasjon om fondets investeringsrisiko.

Figur 21 Aksjeinvesteringenes faktoreksponeringer. Koeffisienter



Figur 22 Renteinvesteringenes faktoreksponeringer. Koeffisienter



Tabell 28 Forventet relativ volatilitet for investeringsstrategiene per 31. desember 2017. Hver strategi er målt for seg, med de andre strategiene posisjonert i tråd med referanseindeksene. Alle tall er på fondsnivå. Basispunkter

	Aksje- forvaltningen	Rente- forvaltningen	Eiendoms- forvaltningen	Allokering	Totalt
Allokering	17	10	22	1	28
Intern referanseportefølje	13	10		1	15
hvorav systematiske faktorer ¹	8				8
hvorav utvidelse av investeringsuniverset	12	9			14
Allokeringsbeslutninger	6	2			6
Eiendom			22		22
Unotert eiendom			16		16
Notert eiendom			9		9
Verdipapirseleksjon	13	1			13
Intern verdipapirseleksjon	10	1			10
Ekstern verdipapirseleksjon	6				6
Markedseksponering	7	4			8
Posisjonering	7	4			8
Totalt	23	12	22	1	33

¹ En betydelig del av eksponeringen mot systematiske faktorer vil i 2018 bli forvaltet og rapportert i en separat delstrategi.

Tabell 29 Fondets obligasjoner per 31. desember 2017 fordelt etter kredittvurdering. Prosent av beholdningen

	AAA	AA	A	BBB	Lavere vurdering	Totalt
Statsobligasjoner	27,1	8,0	11,0	6,5	2,0	54,6
Statsrelaterte obligasjoner	5,3	4,5	1,7	0,4	0,0	11,9
Realrenteobligasjoner	4,2	0,3	0,1	0,3	-	4,9
Selskapsobligasjoner	0,2	2,1	9,0	11,9	0,5	23,7
Pantesikrede obligasjoner	4,2	0,6	0,1	0,1	-	5,0
Totalt	41,1	15,4	21,9	19,1	2,5	100,0



UTVIDET INFORMASJON OM AVKASTNING OG RISIKO

En egen publikasjon om avkastning og risiko publiseres i mars 2018. Publikasjonen blir tilgjengelig på våre nettsider www.nbim.no



4.3 ANSVARLIG FORVALTNING

Langsiktig vekst

Ansvarlig forvaltning skal støtte opp under målet om høyest mulig avkastning med moderat risikonivå. Langsiktig avkastning avhenger av god økonomisk utvikling og velfungerende markeder.

Vår ansvarlige forvaltning støtter opp om langsiktig økonomisk utvikling og reduserer finansiell risiko knyttet til selskapenes miljømessige og sosiale atferd. Vi gjør dette ved å vurdere forhold knyttet til selskapsstyring som kan ha innvirkning på fondets avkastning over tid. Vi integrerer disse problemstillingene i vårt arbeid med standardsetting, vårt langsiktige eierskap og vår investeringsvirksomhet.

STANDARDSETTING

Standarder forbedrer forretningspraksis på tvers av markeder og hever listen for alle selskaper. Vårt mål er å bidra til utvikling av velfungerende markeder og god forretningspraksis. Fondet er investert i mer enn 9 000 selskaper verden over. Vi drar fordel av internasjonalt anerkjente standarder som fremmer god markedspraksis og selskapsstyring. Vi anerkjenner et sett med internasjonale prinsipper og standarder fra FN og OECD. Vi bidrar til videreutvikling av standarder. Vi deltar i høringer og er i jevnlig kontakt med internasjonale organisasjoner, regulatoriske myndigheter og andre standardsettere. I 2017 deltok vi i 17 offentlige høringer om likebehandling av aksjonærer, velfungerende markeder, bærekraftrapportering og ansvarlig forvaltningspraksis.

Våre prioriteringer tar utgangspunkt i mandatet, fondets særtrekk og internasjonalt anerkjente standarder. Vi formulerer forventninger til selskaper og publiserer våre standpunkter om særskilte forhold. Det gir forutsigbarhet i vårt eierskapsarbeid. I 2017 publiserte vi et forventningsdokument om skatt og åpenhet. Vi publiserte også et posisjonsnotat om lederavlønning, der vi påpeker at avlønnen bør være i tråd med langsiktig verdiskaping og skape felles langsiktige interesser for toppledere og aksjonærer.

Vi vil holde styrer ansvarlige for sine beslutninger og sikre at minoritetsaksjonærer har mulighet til å påvirke hvordan styrer fatter beslutninger. Vi forventer at styrer forstår de miljømessige og sosiale konsekvensene av selskapenes virksomhet.

Vår forståelse av god selskapsstyring og god økonomisk utvikling, samt hvordan slike forhold kan henge sammen med finansiell risiko og avkastning, er i kontinuerlig utvikling. Vi støtter og tar initiativ til forskningsprosjekter, og vi samarbeider med akademiske institusjoner for å innhente analyser som kan være relevante for vår investeringsstrategi.

EIERSKAPSUTØVELSE

Fondet har en liten eierandel i mer enn 9 000 selskaper verden over. Vårt mål er å fremme langsiktig verdiskaping i selskapene og sikre likebehandling av aksjonærer. Gjennom vår stemmegivning ønsker vi å styrke selskapsstyring, resultater og forretningspraksis. Våre stemmeretningslinjer gir oss et prinsipielt grunnlag for stemmegivningen. I tillegg integrerer vi selskaps-spesifikke forhold når vi stemmer på enkelte saker.

Vi stemte på 11 084 generalforsamlinger i 2017. God selskapsstyring og styrets ansvar er utgangspunktet for vår dialog med selskaper. Vi prioriterer dialog med selskaper som vi har våre største investeringer i, hvor vi har opparbeidet inngående kunnskap. Vi er i jevnlig dialog med disse bortimot 1 000 selskapene, som utgjør omkring to tredjedeler av verdien av vår samlede portefølje.

I 2017 hadde vi 3 252 møter med 1 380 selskaper. Vi samarbeider med selskaper, investorer og andre interessenter for å forbedre standarder, øke investorenes informasjonstilgang og fremme god praksis. Vi har særskilt fokus på barns rettigheter, vannforvaltning og klimaendringer. I tillegg har vi forventninger til selskapene knyttet til menneskerettigheter og skatt og åpenhet.

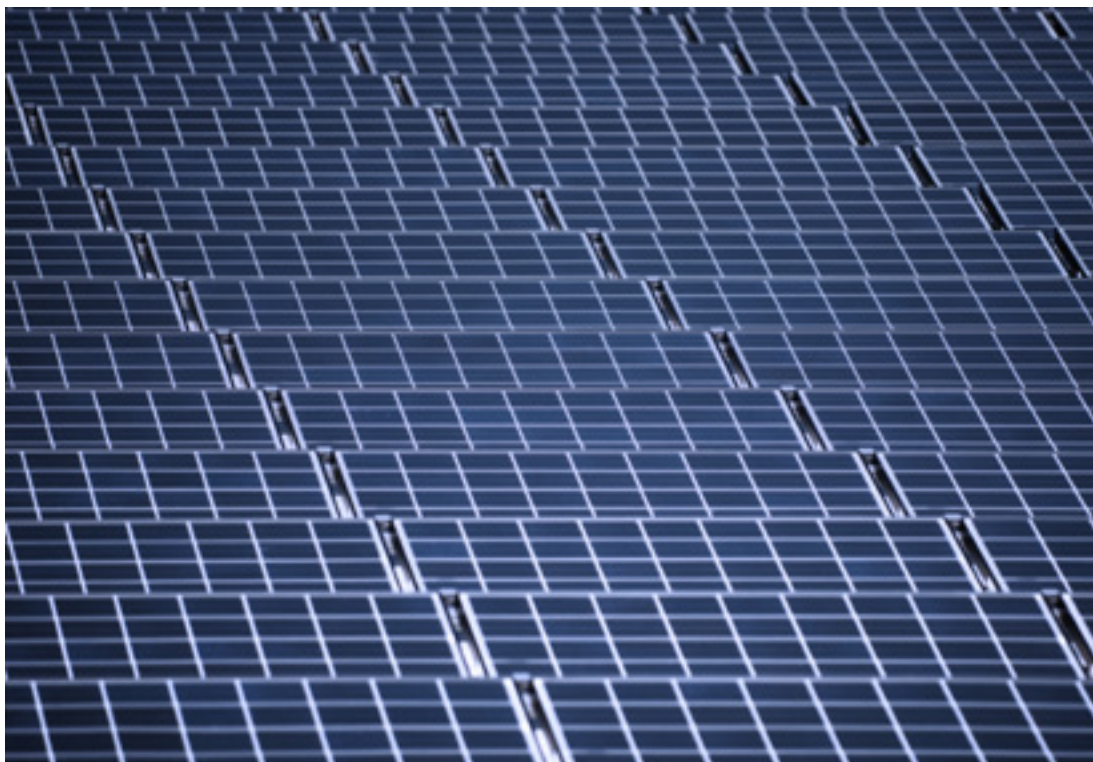
Klimaendringer kan påvirke risikoen i fondet. Selskaper bør planlegge for relevante klimascenarioer og ta hensyn til klimarisiko i sin strategiske planlegging, risikostyring og rapportering. Selskaper bør bruke vann på en bærekraftig måte og forstå konsekvensene av sin bruk av vann. Selskapene har også et ansvar for å respektere menneskerettigheter, inkludert barns rettigheter, i sin virksomhet, i leverandørkjeder og i andre forretningsforhold. Selskapskatt spiller en avgjørende rolle i de fleste lands offentlige finanser. Vi mener at skatt bør betales der økonomiske verdier skapes, at selskapers skattestrategi i utgangspunktet er styrets ansvar, og at offentlig land-for-land-rapportering er vesentlig for større åpenhet.

LANGSIKTIGE INVESTERINGER

Vårt mål er å identifisere langsiktige muligheter og redusere eksponering mot uakseptabel risiko.

Vi søker kontinuerlig å bedre vår forståelse av problemstillinger som vil kunne påvirke den fremtidige verdien av selskapene vi er investert i. Vi fokuserer på problemstillinger som forventes å ha en vesentlig innvirkning på fondets avkastning. I våre analyser har vi behov for kvantitative data om selskapsstyring, miljø og sosiale forhold. En viktig oppgave i vår ansvarlige forvaltning er å få selskapene til å gå fra ord til tall, slik at vi kan vurdere selskapenes innsats og få en bedre forståelse av finansielle muligheter og risiko.

Teknologi som tilrettelegger for mer miljøvennlig økonomisk aktivitet gir investeringsmuligheter. Selskaper som produserer slik teknologi, vil kunne dra fordel av endringer i etterspørsel og markedsregulering i overgangen til lavutslipp. For å dra fordel av denne utviklingen foretar vi investeringer gjennom våre miljørelaterte mandater. Ved utgangen av 2017 hadde vi 67,8 milliarder kroner investert i miljørelaterte aksjemandater. Investeringene hadde en avkastning på 21,7 prosent i 2017.



Vårt utgangspunkt er at eiendommer som bygges og drives på en ansvarlig måte, har lavere finansiell risiko og kan gi høyere leieinntekter. Vi gjør grundige analyser av miljørisiko i forkant av hver eiendomsinvestering. Vi har en systematisk tilnærming til risikoovervåking av selskapene vi er investert i.

Vi analyserer enkeltsekskapers aktiviteter og forretningsmodeller, samt indikatorer på hvor godt de håndterer relevante risikoer. Der selskaper har høy risikoeksponering, vil vi vurdere nedslag. I 2017 solgte vi oss ut av seks selskaper. Vi solgte oss ut av tre palmeoljeselskaper og én soyaproducent grunnet høy risiko knyttet til forhold ved avskoging. Vi solgte oss ut av ett kjemikalieselskap grunnet høy risiko knyttet til vannforvaltning. I tillegg tok vi ut ett selskap fra investeringsuniverset etter en analyse av selskapsstyring og sosiale forhold.

Finansdepartementet har besluttet, ut fra etiske vurderinger, at det er enkelte typer produkter fondet ikke skal være investert i, og enkelte typer selskapsatferd vi ikke kan akseptere. Etiske utelukkelse er framoverskuende og basert på råd fra det uavhengige Etikkrådet, unntatt kullutlukkelse, som gjennomføres direkte av Norges Bank. Etiske utelukkelse er regulert i retningslinjene for observasjon og utelukkelse fra Statens pensjonsfond utland.

I 2017 utelukket Norges Bank ett selskap, plasserte fire selskaper til observasjon og tok inn igjen ett selskap fra listen over utelukkelse. Norges Bank har også besluttet å følge opp to selskaper gjennom eierskapsarbeidet. Vi gjennomførte tredje fase med kullutlukkelse. Norges Bank utelukket ti selskaper og plasserte to selskaper til observasjon i henhold til kullkriteriet i 2017.

Med virkning fra 1. januar 2018 innførte Finansdepartementet et krav i mandatet om at Norges Banks hovedstyre skal godkjenne utstedere av statsobligasjoner. Vurderingen av investeringsrisiko skjer langs dimensjonene stabilitet, bærekraft og betalingsevne. Basert på informasjonen som hentes inn om investeringsrisiko og operasjonell risiko, gjøres en risikovurdering for hvert utstederland hvor fondet er investert i statsobligasjoner.

FORVENTNINGER OM SKATT OG ÅPENHET

Selskapskatt spiller en viktig rolle for å finansiere offentlige utgifter i industriland og kan være enda viktigere i mange utviklingsland. Vi mener at ansvarlig selskapsbeskatning og åpenhet rundt dette er et viktig selskapsanliggende. Selskaper som vektlegger aggressive skattestrategier fremfor langsiktig verdiskaping kan være mer sårbare for endringer i lover og reguleringer.

Hensikten med forventningene er å uttrykke hvordan Norges Bank Investment Management, som en finansiell investor, forventer at multinasjonale selskaper har en formålstjenlig, veloverveid og åpen skattepraksis.

Våre forventninger retter seg først og fremst mot selskapenes styre. Vi forventer at de må ha en tilnærming til skatt som er rettet mot langsiktig verdiskaping og at de må rapportere om sin strategi og prioriteringene de gjør. Over tid ønsker vi at selskapene skal legge fram land-for-land-rapportering om hvordan og hvor virksomheten generer økonomiske verdier, hvor disse verdiene beskattes og hvor mye som betales i skatt som følge av verdiskapingen. Selskaper må også kunne forklare det forretningsmessige rasjonale bak plassering av datterselskap i lavskatt-regimer. Som investor ønsker vi velkommen tiltak for å harmonisere det internasjonale skatterammeverket. Slike tiltak gir flernasjonale selskaper en mer lik behandling knyttet til skatt og skatterapportering.

I 2017 sendte vi forventningsdokumentet til de 500 største selskapene vi er investert i. Vi har begynt å integrere skatt i vår styredialog. Vi har også tatt opp temaet i vår dialog med internasjonale organisasjoner og standardsettere.



UTVIDET INFORMASJON OM ANSVARLIG FORVALTNING

En egen publikasjon om ansvarlig forvaltning ble publisert 13. februar 2018. Publikasjonen er tilgjengelig på våre nettsider www.nbim.no

Organiseringen

34

Nasjonaliteter

573

Ansatte

NEW YORK

78



LONDON

135

OSLO

313

SINGAPORE

39

SHANGHAI

8



En organisasjon i utvikling

Ved utgangen av 2017 hadde Norges Bank Investment Management vært operativ i 20 år som eget virksomhetsområde i Norges Bank. Forvaltningen av vår felles formue er et viktig og komplekst samfunnsoppdrag som krever at vi hele tiden utvikler organisasjonen som forvalter fondet.

68

Vi arbeider systematisk med å videreutvikle en internasjonal investeringsorganisasjon som kan sikre verdiene i fondet for fremtidige generasjoner. Organisasjonen er resultatorientert og har høye krav til gjennomføring med nøyaktighet og kvalitet. Våre ansatte har det globale perspektivet og den erfaringen som er nødvendig for å kunne forvalte et fond som er investert i store deler av verden.

I 2017 gikk Norges Bank Investment Management inn i en ny strategiperiode. Strategien for 2017–2019 bygger på strategien for 2014–2016, og støtter opp under målet om høyest mulig avkastning etter kostnader. Strategien er publisert og offentlig tilgjengelig.

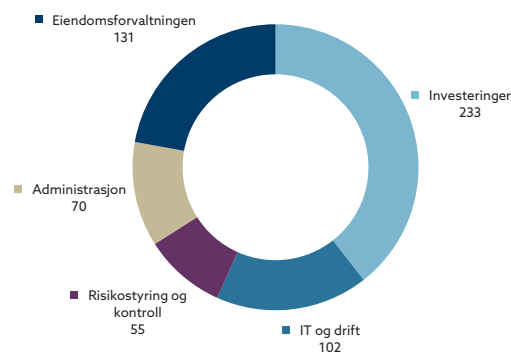
Fondet har vokst raskt de siste årene. Samtidig har kompleksiteten i forvaltningsoppdraget økt, med høyere krav til drift, styring, kontroll, åpenhet og ansvarlighet. Organisasjonen har vært i vekst for å oppfylle disse kravene, og vi fortsatte arbeidet med å utvikle lederne og medarbeiderne våre.

I løpet av 2017 økte antallet fast ansatte med fem personer, mot 50 personer i 2016. 45,4 prosent av arbeidsstokken jobbet ved utgangen av 2017 ved våre kontorer i London, New York, Singapore og Shanghai, mot 47,2 prosent året før. Ved utgangen av året hadde vi 573 ansatte, inkludert 17 personer i traineeprogrammet vårt.

Ansatte fra 34 nasjoner representerer et stort mangfold i organisasjonen. Samtidig er det et overordnet mål å øke andelen kvinner. Vi har spesiell oppmerksomhet rettet mot å tiltrekke oss og beholde kvinnelige medarbeidere generelt og i lederstillinger spesielt. Ledergruppen består av elleve personer, hvorav tre er kvinner.

Norges Bank Real Estate Management, som forvalter fondets unoterte eiendomsinvesteringer, er en selvstendig organisasjon. I 2017 ble organisasjonen styrket med to investeringsdirektører med ansvar for eiendomsinvesteringer i henholdsvis Europa og USA. Ledergruppen for eiendomsorganisasjonen består av syv personer, hvorav to er kvinner.

Figur 23 Antall ansatte fordelt etter område, inkludert datterselskaper



INVESTERINGSPLATTFORM

Kapitalforvaltningen er IT- og informasjonsintensiv. Vi benytter IT-systemer innenfor alle områder av forvaltningen, herunder gjennomføring av handler, utlån av verdipapirer, verdsettelse, regnskapsføring og måling av avkastning og risiko. Prosessene er i utstrakt grad automatisert. Hoveddelen av IT-systemene er standardsystemer som er tilpasset vårt behov, og som blir driftet i samarbeid med tredjeparter. For noen områder har vi krav som gjør at standardløsninger ikke kan benyttes. For disse områdene utvikler vi våre egne IT-løsninger og integrerer disse i vårt porteføljeforvaltnings-system.

Vi har de siste årene konsolidert og forenklet vår portefølje av IT-systemer, samt hentet tilbake flere oppgaver for å oppnå en mer effektiv driftsmodell og bedre datakvalitet. Automatisering og standardisering er nødvendig for å sikre skalerbare og effektive prosesser. Vi har solide prosesser for utvikling og endring av våre systemer, samt for avvikshåndtering og oppfølging. Investeringer i mindre velutviklede markeder krever kompetanse og kapasitet til å håndtere flere manuelle og ikke-standardiserte prosesser. Vi har høy oppmerksomhet på IT- og informasjonssikkerhet. Informasjonssikkerheten har blitt ytterligere styrket i takt med økende krav og eksterne trusler.

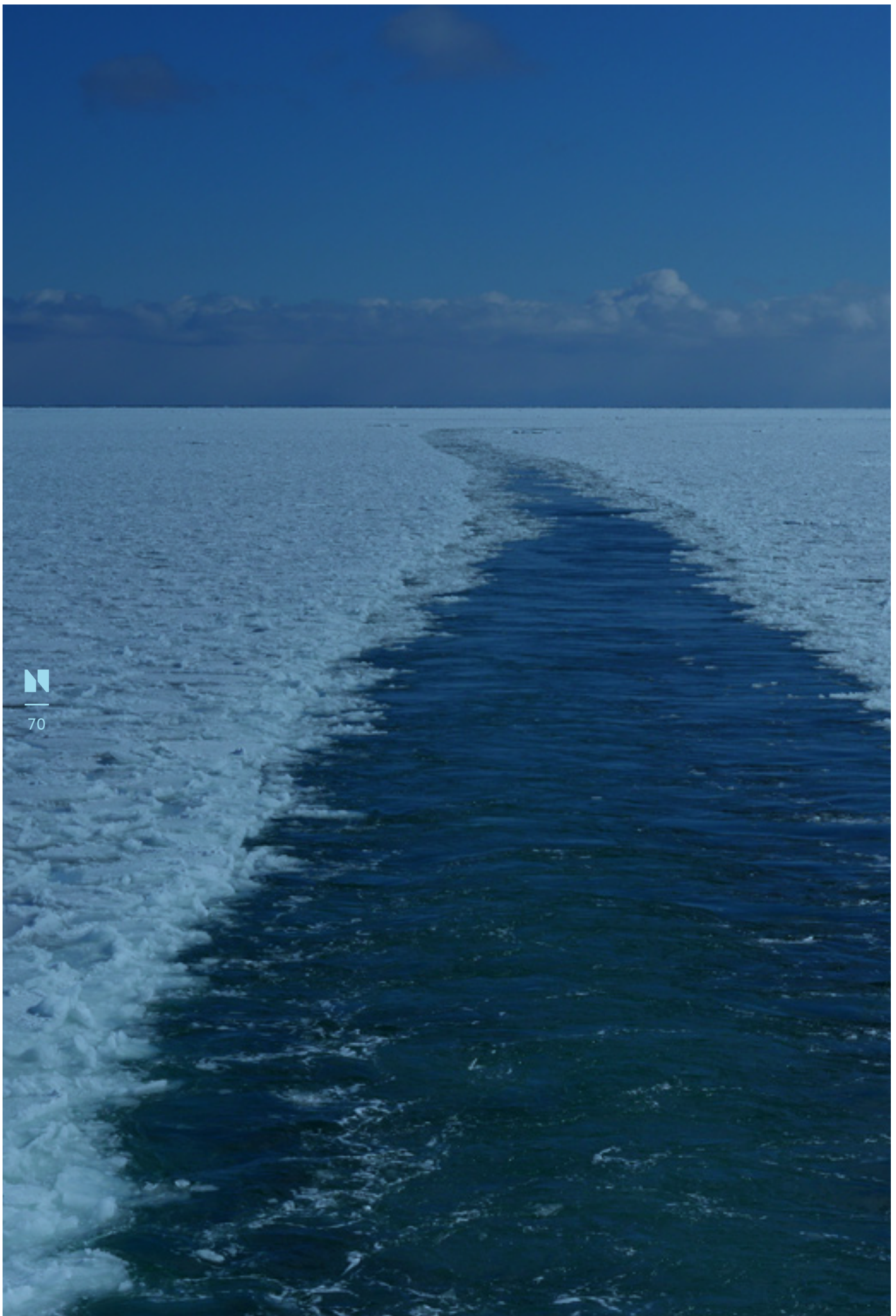
IT-infrastruktur er et viktig element i den operasjonelle gjennomføringen av forvaltningsoppdraget og utgjør også en operasjonell risiko. Vi har etablerte prosesser for å håndtere denne risikoen og etablerte internkontrollaktiviteter for informasjonssikkerhet og transaksjonshåndtering. Dette omfatter også sikring av tilgangsstyring, integritet og sporbarhet i de automatiserte prosessene.

KUNNSKAPSBYGGING

Vår oppgave er å forvalte finansielle verdier for fremtidige generasjoner på en ansvarlig, effektiv og åpen måte. Med fondets økende størrelse og betydning følger stor offentlig interesse for forvaltningen både i Norge og internasjonalt.

Stor grad av åpenhet er en sentral del av strategien vår. Vi jobber kontinuerlig for å styrke kunnskapen om fondet og gi tydelig og relevant informasjon om alle sider ved forvaltningen. I 2017 vant Norges Bank Investment Management Farmandprisen for beste årsrapportering for offentlige virksomheter for fjerde gang.

I 2017 arrangerte vi seks presseseminarer og to pressekonferanser der vi offentliggjorde rapporter, publikasjoner og resultater. Vi gjennomførte forskningskonferansen Norwegian Finance Research Conference for syvende gang, arrangerte to fagkonferanser og utga syv publikasjoner om temaer som er relevante for forvaltningen. I løpet av et år mottar vi også et stort antall invitasjoner til å presentere fondet på konferanser. Ledergruppen har gjennom året holdt presentasjoner på mer enn 100 arrangementer.



5.2 FORVALTNINGENS GJENNOMFØRING

Rammer for operasjonell risiko

Norges Banks hovedstyre fastsetter rammene for operasjonell risikostyring og internkontroll i Norges Bank Investment Management. Vi arbeider systematisk med å identifisere operasjonell risiko og forbedre prosessene våre.

Hovedstyret har bestemt at det i løpet av en tolv måneders periode skal være mindre enn 20 prosent sannsynlighet for at operasjonelle risikofaktorer vil føre til 750 millioner kroner eller mer i finansielle konsekvenser. Denne rammen betegnes som styrets operasjonelle risikotoleranse.

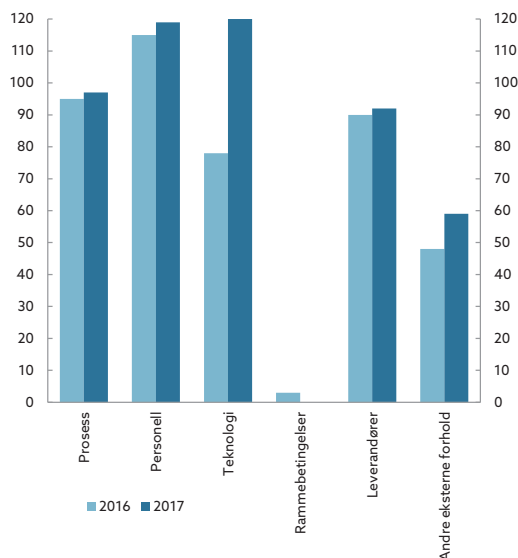
Den beregnede operasjonelle risikoeksponeringen var innenfor denne rammen i hele 2017. Vi arbeider systematisk med å identifisere operasjonell risiko og forbedre prosessene våre for å hindre at uønskede hendelser skal inntreffe. Rapportering og oppfølging av uønskede hendelser utgjør en viktig del av tiltakene våre for å forbedre driften og internkontrollen.

UØNSKEDE HENDELSER I 2017

Det ble registrert 487 uønskede hendelser i 2017, opp fra 429 i 2016. Flesteparten av disse hadde ingen finansielle konsekvenser. Av hendelsene ble seks vurdert til å ha en vesentlig alvorlighetsgrad. Samlet sett ga hendelsene en estimert finansiell effekt på 56,8 millioner kroner.

Tre av de seks vesentlige hendelsene hadde finansielle konsekvenser på rundt 32 millioner kroner tilsammen. Alle de tre hendelsene var knyttet til verdipapirhandel. I to av hendelsene ble handlene forsinket grunnet tekniske problemer, mens den siste hendelsen skyldtes en menneskelig svikt. De øvrige vesentlige hendelsene var relatert til informasjonsteknologi og sikkerhet. Disse hadde ingen direkte finansielle konsekvenser.

Figur 24 Antall uønskede hendelser i Norges Bank Investment Management. Årsakskategorier



ETTERLEVELSE AV RETNINGSLINJER

Finansdepartementet har fastsatt regler for fondets forvaltning. Det ble ikke avdekket noen vesentlige brudd på disse reglene i 2017. Vi mottok i samme periode ikke noe varsel om vesentlige brudd på markedsreguleringer eller annen generell lovgivning fra lokale tilsynsmyndigheter.

Lave forvaltningskostnader

Vi har høy kostnadsbevissthet i forvaltningen, og det arbeides løpende med å forenkle og effektivisere driften med tanke på å realisere stordriftsfordeler.

Vi legger vekt på å holde høy kvalitet i forvaltningen og å sikre god risikostyring, kontroll og kostnadseffektivitet i virksomheten. De totale forvaltningskostnadene målt som andel av fondskapitalen har vært relativt stabile de senere år, til tross for oppbyggingen av en portefølje av unoterte eiendomsinvesteringer og økt kapital til ekstern forvaltning. Samtidig er forvaltningen utvidet til å omfatte flere markeder og valutaer i aksje- og renteporteføljene, samt at omfang og krav knyttet til rådgivning, rapportering og ansvarlig investeringsvirksomhet har økt. Målsettingen i mandatet fra Finansdepartementet er høyest mulig avkastning etter kostnader.

Forvaltningskostnadene er lave som andel av forvaltet kapital og sammenlignet med andre forvaltere. En årlig rapport utarbeidet for Finansdepartementet av CEM Benchmarking Inc viser at fondets forvaltningskostnader i en årrekke har vært betydelig lavere enn tilsvarende kostnader for sammenlignbare fond.

De totale forvaltningskostnadene i Norges Bank var 4,7 milliarder kroner i 2017, opp fra 3,7 milliarder kroner i 2016. Økningen skyldes i all hovedsak honorarer til eksterne forvaltere og personalkostnader. Veksten i antall ansatte og sterk avkastning i 2017 har medført høyere personalkostnader, inkludert prestasjonslønn.

Avkastningsavhengige honorarer til eksterne forvaltere har økt i forhold til 2016, som følge av høy meravkastning fra den eksterne forvaltningen. Faste honorarer til eksterne forvaltere har også økt, i takt med økt kapital forvaltet eksternt.

Kostnader til eksterne forvaltere utgjorde 35 prosent av driftskostnadene i 2017. Vår strategi er i første rekke å benytte eksterne forvaltere til investeringer i fremvoksende markeder, og små og mellomstore selskaper i enkelte markeder



der det ikke er hensiktsmessig å bygge opp intern kompetanse. En del av disse kostnadene varierer med oppnådd meravkastning i forhold til en referanseindeks, og øker når meravkastningen øker. Honorarer til eksterne forvaltere forventes å motsvares av meravkastning for fondet. Avtaler med eksterne forvaltere om avkastningsavhengige honorarer struktureres slik at den vesentligste delen av den positive meravkastningen beholdes av fondet.

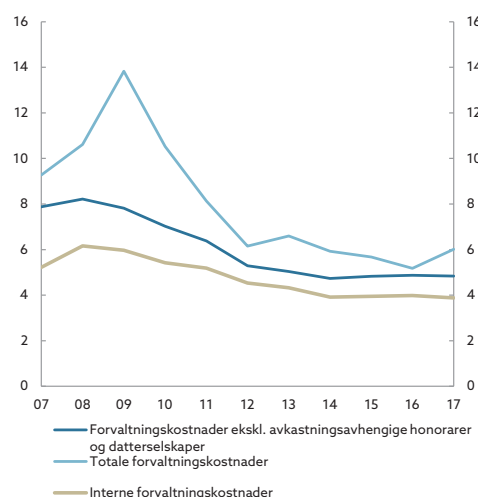
Fondets investeringer i aksjer og obligasjoner må oppføres i lokale verdipapirregistre over hele verden. Vi bruker en global depotinstitusjon til å bistå oss i dette arbeidet. Kostnader til depot og tilknyttede tjenester utgjorde 9 prosent av forvaltningskostnadene i 2017. Depotkostnadene er vesentlig redusert de siste årene.

Fondets regnskap føres i norske kroner. Svingninger i valutakurser kan gi betydelige

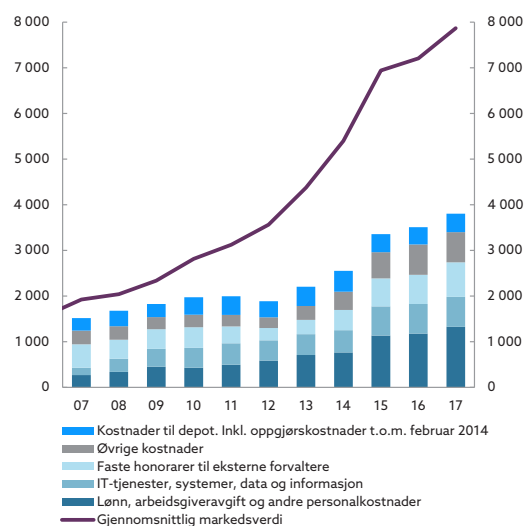
regnskapsmessige utslag, selv om den faktiske kostnaden i utenlandsk valuta er uendret. Om lag 70 prosent av kostnadene faktureres og betales i utenlandsk valuta. Eksempelvis vil en endring på 10 prosent i valutakursen for norske kroner mot alle andre valutaer endre driftskostnadene med om lag 350 millioner kroner. Valutasvingninger for relevante valutaer har medført en betydelig økning i kostnader målt i norske kroner de siste årene.

Det påløper også forvaltningskostnader i datterselskaper som er opprettet som en del av de unoterte eiendomsinvesteringene til fondet. Forvaltningskostnader i datterselskaper var på 116 millioner kroner i 2017, en økning fra 100 millioner kroner i 2016. I tillegg påløper det kostnader i datterselskaper til løpende vedlikehold, drift og utvikling av bygninger og leieforhold. Disse kostnadene er ikke kostnader ved å investere i eiendom, men kostnader ved å

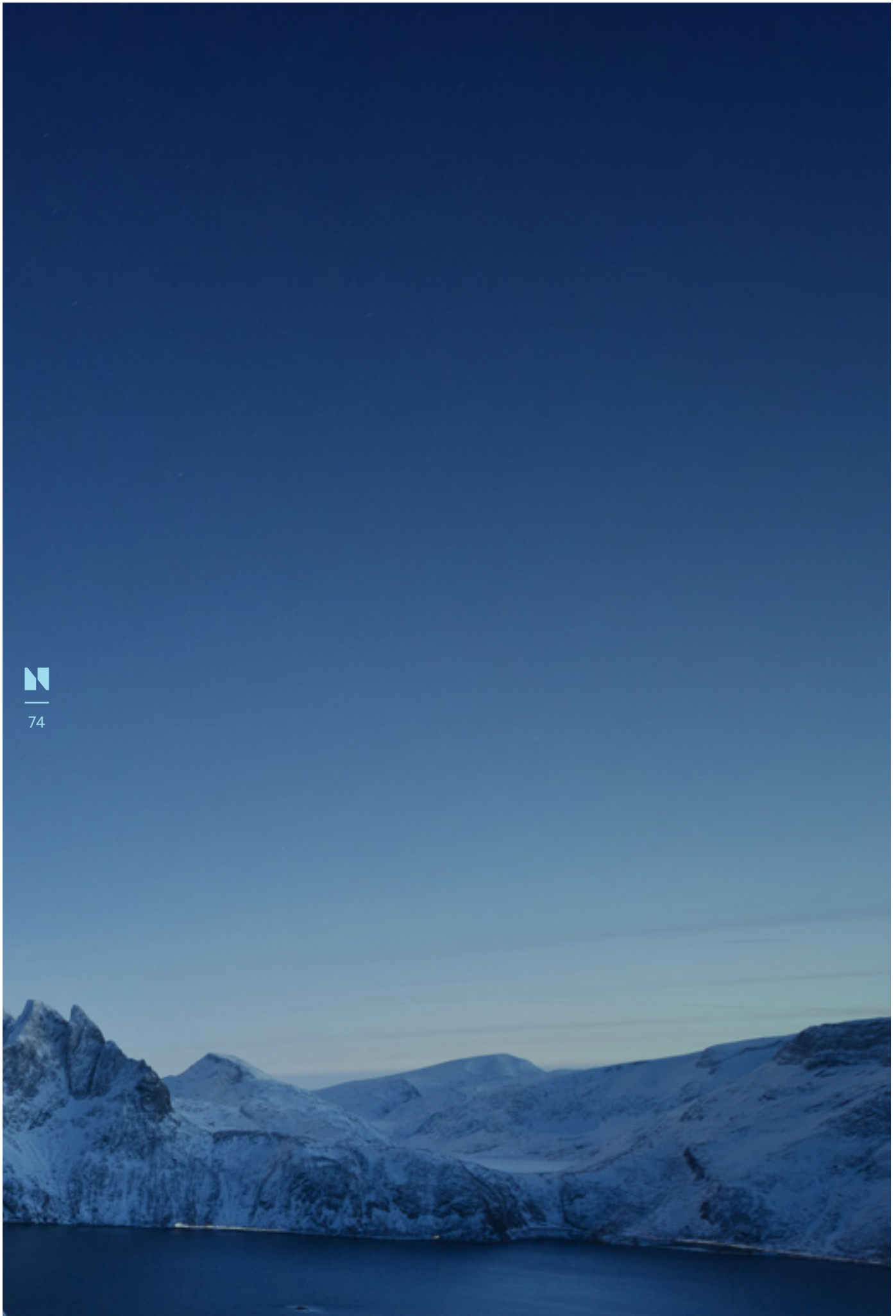
Figur 25 Forvaltningskostnader i forhold til kapital under forvaltning. Basispunkter



Figur 26 Utviklingen i de enkelte kostnadsbestanddelene. Kostnader¹ (millioner kroner, venstre akse) og fondets gjennomsnittlige markedsverdi (milliarder kroner, høyre akse)



¹ Ekskl. avkastningsavhengige honorarer og datterselskaper



drifte bygningene etter at de er kjøpt. Derfor er de ikke definert som forvaltningskostnader.

Finansdepartementet fastsetter hvert år en øvre ramme for forvaltningskostnadene som andel av forvaltet kapital. Den øvre rammen for forvaltningskostnadene for 2017 var 7,5 basispunkter. Norges Bank godtgjøres for kostnader påløpt i forbindelse med forvaltningen av fondet, innenfor den fastsatte rammen. Forvaltningskostnader i datterselskaper måles mot den øvre rammen, men er ikke en del av forvaltningsgodtgjøringen fordi de blir belastet porteføljerisikoen direkte. I tillegg godtgjøres Norges Bank for den delen av honoraret til eksterne forvaltere som følger av oppnådd meravkastning. Samlede forvaltnings-

kostnader i 2017, som måles mot den øvre kostnadsrammen, utgjør 3,9 milliarder kroner – 3,8 milliarder kroner i Norges Bank, eksklusive avkastningsavhengige honorarer til eksterne forvaltere, og 0,1 milliarder kroner i datterselskaper. Dette tilsvarer 5,0 basispunkter av forvaltet kapital, og er uendret i forhold til 2016.

FORVALTNINGSKOSTNADER FORDELT PÅ INVESTERINGSSTRATEGIER

Vi følger ulike investeringsstrategier i forvaltningen av fondet. Strategiene utfyller og påvirker hverandre, og det er kostnadssynergier mellom dem. Vi fordeler kostnadene til de ulike strategiene basert på faktiske kostnader eller fordelingsnøkler basert på antall ansatte eller volum.

Tabell 30 Forvaltningskostnader per investeringsstrategi i 2017. Kostnader refundert av Finansdepartementet. Basispunkter

	Bidrag til fondets forvaltningskostnader	Forvaltningskostnader basert på kapital under forvaltning
Allokering	0,9	
hvorav unotert eiendom	0,6	23,3
Verdipapirseleksjon	2,9	13,8
Intern verdipapirseleksjon	0,7	4,3
Ekstern verdipapirseleksjon ¹	2,2	46,6
Markedseksposering	2,2	3,0
Totalt	6,0	

¹ Inkluderer all eksternt forvaltet kapital.

Tabell 31 Forvaltningskostnader per investeringsstrategi 2013-2017. Kostnader refundert av Finansdepartementet. Basispunkter

	Bidrag til fondets forvaltningskostnader	Forvaltningskostnader basert på kapital under forvaltning
Allokering	0,4	
Verdipapirseleksjon	2,7	17,4
Intern verdipapirseleksjon	0,7	6,3
Ekstern verdipapirseleksjon ¹	2,0	47,7
Markedseksposering	2,4	3,0
Unotert eiendom ²	0,5	25,3
Totalt	5,9	

¹ Inkluderer all eksternt forvaltet kapital.

² Fra 2017 er unotert eiendom en del av allokeringsstrategien.

LØNNSSYSTEMET

Norges Banks hovedstyre fastsetter prinsippene for lønssystemet til Norges Bank Investment Management. Ledergruppene i fondet mottar kun fastlønn. Nye medlemmer av ledergruppene som tidligere har hatt prestasjonsbasert lønn, har ikke denne ordningen lenger, men vil i de tre påfølgende årene få utbetalt den tilbakeholdte prestasjonslønnen. Norges Banks hovedstyre fastsetter lønn til leder og lønnsintervaller for ledergruppene. Utbetalt lønn til organisasjonens leder var på 6,7 millioner kroner i 2017.

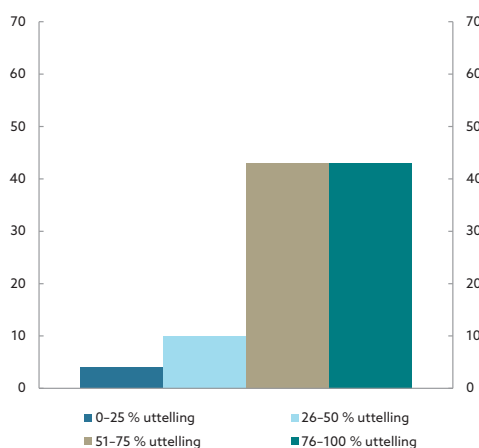
I tillegg til fastlønn kan ansatte som jobber direkte med investeringsbeslutninger, og enkelte andre medarbeidere, ha

prestasjonsbasert lønn. Prestasjonslønnen beregnes ut fra oppnådde resultater i forhold til avtalte mål for fondets resultat, gruppens resultat og det individuelle resultatet. Opptjent prestasjonslønn utbetales over flere år. Dette gjøres ved at 50 prosent utbetales året etter at prestasjonslønnen er opptjent, mens de resterende 50 prosentene holdes tilbake og utbetales over de tre neste årene. Beløpet som holdes tilbake, justeres for fondets avkastning.

Organisasjonen hadde 246 ansatte med prestasjonsbasert lønn i 2017, hvorav seks var ansatt i datterselskaper. Deres samlede fastlønn utgjorde 337 millioner kroner i 2017, mens den samlede øvre rammen for prestasjonsbasert lønn var 360 millioner kroner. Ansatte med prestasjonsbasert lønn tjente i gjennomsnitt 64 prosent av totalrammen for 2017, basert på resultater over flere år. Rammen på prestasjonsbasert lønn kan maksimalt være inntil 100 prosent av fastlønn, men for et begrenset antall ansatte ved de internasjonale kontorene kan rammen maksimalt være inntil 200 prosent av fastlønn.

Foruten ledergruppene og ansatte med prestasjonsbasert lønn var det 331 faste ansatte innenfor risikostyring, etterlevelse og kontroll, drift og stabsfunksjoner ved utgangen av 2017, hvorav tolv var ansatt i datterselskaper. Disse hadde en samlet årlig fastlønn på 317 millioner kroner.

Figur 27 Ansatte fordelt etter opptjent prestasjonslønn som andel av den øvre rammen i 2017. Prosent



Tabell 32 Ytelser til ledende ansatte i 2017. Kroner

Stilling	Navn	Brutto lønn	Prestasjonslønn ¹	Verdi av andre fordeler	Pensjonsopptjening	Personallån
Norges Bank Investment Management						
Chief Executive Officer	Yngve Slyngstad	6 706 974	-	7 980	965 153	-
Deputy Chief Executive Officer and Chief Administrative Officer	Trond Grande	4 550 966	-	8 101	331 376	-
Chief Compliance and Control Officer	Stephen A. Hirsch	4 240 267	-	11 259	298 579	-
Chief Investment Officer Equity Strategies	Petter Johnsen ²	7 452 483	-	86 887	745 248	-
Chief Investment Officer Asset Strategies	Geir Øivind Nygård ¹	4 197 889	1 668 240	8 541	191 101	500 000
Chief Investment Officer Allocation Strategies	Ole Christian Bech-Moen ¹	4 298 958	402 033	7 980	230 318	-
Chief Risk Officer	Dag Huse ¹	4 629 654	575 879	7 980	550 532	-
Chief Operating Officer	Age Bakker	3 491 971	-	8 202	372 350	-
Norges Bank Real Estate Management						
Chief Executive Officer	Karsten Kallevig	5 322 133	-	8 475	312 655	-
Chief Investment Officer Europe	Romain Veber ^{1,2,3}	1 613 562	-	21 546	161 356	-
Chief Investment Officer US	Per Løken ^{1,3}	866 667	-	4 199	55 777	-
Chief Administrative Officer	Mie Caroline Holstad ⁴	1 393 824	-	13 598	211 126	-
Chief Operating Officer	Nina Kathrine Hammerstad	2 862 004	-	8 070	277 846	-
Chief Risk Officer	Lars Oswald Dahl	3 294 653	-	8 044	378 173	-
Chief Compliance and Control Officer	Jan Thomsen	3 446 713	-	8 844	370 669	-

¹ Ledende ansatte mottar kun fastlønn. Enkelte ledende ansatte som tidligere hadde prestasjonsbasert lønn har ikke denne ordningen lenger, men vil i årene som kommer få utbetalt den tilbakeholdte prestasjonslønnen. Beløpene oppgitt i tabellen er prestasjonslønn som er utbetalt i regnskapsåret, men opptjent og resultatført i tidligere perioder.

² Mottar lønn i britiske pund. Tall inkluderer valutaeffekt ved omregning til norske kroner.

³ Tiltrådte 1. september 2017. Beløpene opplyst er utbetalt godtgjørelse fra tiltredelsestidspunktet.

⁴ Var i ulønnet permisjon fra 1. juni til 31. august 2017.

Regnskaps- rapportering

REGNSKAP

6.1 Resultatregnskap _____	80
Balanse _____	81
Kontantstrømoppstilling _____	82
Oppstilling av endringer i eiers kapital _____	83



NOTER

6.2	Noter til regnskapsrapporteringen	
Note 1	Generell informasjon _____	84
Note 2	Regnskapsprinsipper _____	85
Note 3	Avkastning per aktivaklasse _____	88
Note 4	Inntekt/kostnad fra aksjer, obligasjoner og finansielle derivater _____	89
Note 5	Beholdninger av aksjer, obligasjoner og finansielle derivater _____	91
Note 6	Unotert eiendom _____	94
Note 7	Måling til virkelig verdi _____	98
Note 8	Risiko _____	105
Note 9	Skatt _____	120
Note 10	Gevinst/tap valuta _____	122
Note 11	Forvaltningskostnader _____	124
Note 12	Utlån og innlån med sikkerhetsstillelse _____	127
Note 13	Sikkerhetsstillelse og motregning _____	130
Note 14	Nærstående parter _____	133
Note 15	Interesser i andre foretak _____	134

REVISOR

6.3	Uavhengig revisors beretning _____	138
-----	------------------------------------	-----

Resultatregnskap

Beløp i millioner kroner	Note	2017	2016
Resultat fra porteføljen før gevinst/tap valuta			
Inntekt/kostnad fra:			
- Aksjer	4	933 501	342 813
- Obligasjoner	4	81 410	100 250
- Unotert eiendom	6	14 237	6 942
- Finansielle derivater	4	278	-3 213
- Utlån med sikkerhetsstillelse	12	3 532	4 013
- Innlån med sikkerhetsstillelse	12	-345	23
Skattekostnad	9	-4 796	-4 061
Renteinntekter/kostnader		-16	-54
Andre kostnader		-11	-40
Porteføljeresultat før gevinst/tap valuta		1 027 790	446 673
Gevinst/tap valuta	10	14 701	-306 099
Porteføljeresultat		1 042 492	140 574
Forvaltningsgodtgjøring	11	-4 728	-3 731
Periodens resultat og totalresultat		1 037 764	136 843

Balanse

Beløp i millioner kroner	Note	31.12.2017	31.12.2016
EIENDELER			
Innskudd i banker		11 027	17 759
Utlån med sikkerhetsstillelse	12,13	185 046	134 338
Avgitt kontantsikkerhet	13	1 894	2 320
Uoppgjorte handler		13 389	13 196
Aksjer	5	5 250 871	4 373 042
Utlånte aksjer	5,12	411 664	340 865
Obligasjoner	5	2 080 061	2 220 286
Utlånte obligasjoner	5,12	591 277	454 735
Unotert eiendom	6	217 160	188 469
Finansielle derivater	5,13	9 025	9 366
Andre eiendeler		3 219	1 966
SUM EIENDELER		8 774 633	7 756 342
GJELD OG EIERS KAPITAL			
Gjeld			
Innlån med sikkerhetsstillelse	12,13	260 136	213 520
Mottatt kontantsikkerhet	13	5 804	3 688
Uoppgjorte handler		15 905	22 195
Finansielle derivater	5,13	3 919	4 501
Annen gjeld		415	1 944
Skyldig forvaltningsgodtgjøring	11	4 728	3 731
Sum gjeld		290 907	249 579
Eiers kapital		8 483 727	7 506 763
SUM GJELD OG EIERS KAPITAL		8 774 633	7 756 342

REGNSKAPSPRINSIPP

Kontantstrømoppstillingen er utarbeidet etter den direkte metoden. Vesentlige kategorier av kontantinnbetalinger og -utbetalinger er presentert separat. Spesifikke kategorier av kontantstrømmer, i hovedsak kjøp og salg av finansielle instrumenter, er presentert netto. Kontanter omfatter *Innskudd i banker*.

Kontantoverføringer mellom SPU og den norske stat i form av tilførsler og uttak anses som finansieringsaktiviteter. Disse overføringene er gjort opp i perioden (kontantprinsippet). I *Oppstilling av endringer i eiers kapital* presenteres påløpt tilførsel/uttak.

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

Kontantstrømoppstilling

Beløp i millioner kroner, innbetaling (+) / utbetaling (-)	2017	2016
Operasjonelle aktiviteter		
Innbetaling av utbytte fra aksjer	128 293	118 517
Innbetaling av renter fra obligasjoner	73 575	74 832
Innbetaling av renter og utbytte fra datterselskaper unotert eiendom	3 869	3 657
Netto innbetaling av renter og honorar fra utlån og innlån med sikkerhetsstillelse	3 426	4 097
<i>Innbetalinger av utbytte, renter og honorar fra beholdninger i aksjer, obligasjoner og unotert eiendom</i>	<i>209 163</i>	<i>201 103</i>
Netto kontantstrøm ved kjøp og salg av aksjer	-141 382	-72 588
Netto kontantstrøm ved kjøp og salg av obligasjoner	17 878	-38 151
Netto kontantstrøm til/fra investeringer i datterselskaper unotert eiendom	-17 234	-17 269
Netto kontantstrøm finansielle derivater	-4 886	84
Netto kontantstrøm kontantsikkerhet ved derivattransaksjoner	2 754	983
Netto kontantstrøm utlån og innlån med sikkerhetsstillelse	-21	50 236
Netto utbetaling av skatt	-6 786	-3 116
Netto kontantstrøm knyttet til renter på innskudd i banker og kassekreditt	-84	-
Netto kontantstrøm knyttet til andre kostnader, andre eiendeler og annen gjeld	-857	-430
Utbetaling forvaltningsgodtgjøring til Norges Bank	-3 731	-3 933
Netto innbetaling/utbetaling fra operasjonelle aktiviteter	54 813	116 919
Finansieringsaktiviteter		
Tilførsel fra den norske stat	-	-
Uttak fra den norske stat	-60 837	-100 616
Netto innbetaling/utbetaling fra finansieringsaktiviteter	-60 837	-100 616
Netto endring i kontanter		
Innskudd i banker per 1. januar	17 759	2 543
Netto økning/reduksjon av kontanter i perioden	-6 024	16 303
Netto gevinst/tap valuta på kontanter	-708	-1 087
Innskudd i banker per periodens slutt	11 027	17 759

REGNSKAPSPRINSIPP

Eiers kapital for SPU består av innskutt kapital i form av akkumulert netto tilførsel fra den norske stat og opptjent kapital i form av totalresultat. *Sum eiers kapital* tilsvarer Finansdepartementets innskudd på kronekontoen i Norges Bank.

Oppstilling av endringer i eiers kapital

Beløp i millioner kroner	Tilført fra eier	Opptjente resultater	Sum eiers kapital
1. januar 2016	3 494 640	3 976 580	7 471 220
Totalresultat	-	136 843	136 843
Netto tilførsel/uttak i perioden ¹	-101 300	-	-101 300
31. desember 2016	3 393 340	4 113 423	7 506 763
1. januar 2017	3 393 340	4 113 423	7 506 763
Totalresultat	-	1 037 764	1 037 764
Netto tilførsel/uttak i perioden ¹	-60 800	-	-60 800
31. desember 2017	3 332 540	5 151 187	8 483 727

¹ I 2017 ble 64,5 milliarder kroner trukket fra kronekontoen. Av dette ble 3,7 milliarder kroner benyttet til å betale skyldig forvaltningsgodtgjøring for 2016. I 2016 ble 105,2 milliarder kroner trukket fra kronekontoen. Av dette ble 3,9 milliarder kroner benyttet til å betale skyldig forvaltningsgodtgjøring for 2015.

Noter til regnskapsrapporteringen

Note 1 Generell informasjon

1. INNLEDNING

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

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

Finansdepartementet har plassert fondsmidlene til forvaltning i SPU som et kroneinnskudd på en særskilt konto i Norges Bank (*kronekontoen*). Banken

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

I henhold til mandat for forvaltningen foretas overføringer til og fra kronekontoen. Når Statens petroleumsinntekter overstiger Statens oljepengebruk over statsbudsjettet vil det gjøres innskudd på kronekontoen. I motsatte tilfeller vil det gjøres uttak. Overføringer til og fra kronekontoen medfører en tilsvarende endring i *Eiers kapital*.

Den årlige regnskapsrapporteringen for SPU er et utdrag av Norges Banks regnskapsrapportering, og inngår i Norges Banks årsregnskap som note 20.

2. GODKJENNING AV ÅRSREGNSKAPET

Årsregnskapet til Norges Bank for 2017, som omfatter regnskapsrapporteringen for SPU, ble godkjent av hovedstyret 7. februar 2018 og fastsatt av representantskapet 22. februar 2018.



Note 2 Regnskapsprinsipper

HENVISNINGER TIL REGNSKAPSPRINSIPPER, VESENTLIGE ESTIMATER OG SKJØNNSMESSIGE VURDERINGER
Denne noten beskriver regnskapsprinsipper, vesentlige estimater og skjønnsmessige vurderinger som gjelder hele regnskapet. Øvrige regnskapsprinsipper, vesentlige estimater og skjønnsmessige vurderinger er beskrevet i de respektive oppstillingene og notene.

FORKLARING TIL 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.

1. GRUNNLAG FOR UTARBEIDELSE

I henhold til forskrift om årsregnskap m.m. for Norges Bank, skal regnskapsrapportering for SPU utarbeides i samsvar med International Financial Reporting Standards (IFRS) som fastsatt av EU, med de tillegg og unntak som følger av forskriften. Årsregnskapet utarbeides med regnskapsavslutning per 31. desember. Det er presentert i norske kroner og avrundet til nærmeste million. Avrundingsdifferanser kan forekomme.

2. ENDRINGER I REGNSKAPSPRINSIPPER OG NYE/ENDREDE STANDARDER OG FORTOLKNINGER

De anvendte regnskapsprinsippene er konsistente med prinsippene i forrige regnskapsår. Det er ingen nye eller endrede IFRS-standarder og fortolkninger som har trådt i kraft for regnskapsåret som startet 1. januar 2017 som har hatt vesentlig påvirkning på regnskapet.

3. REGNSKAPSPRINSIPPER SOM GJELDER HELE REGNSKAPET

3.1 *Finansielle eiendeler og forpliktelser* Innregning og fraregning

Finansielle eiendeler og forpliktelser innregnes i balansen ved inngåelse som part i instrumentets kontraktsmessige betingelser, eventuelt når risiko og avkastning overføres dersom dette er et annet tidspunkt. Transaksjoner blir innregnet på handle-dato i tilfeller hvor kjøp eller salg av instrumentet skjer til vilkår som innebærer oppgjør på normale markedsvilkår.

Finansielle eiendeler fraregnes når de kontraktsmessige rettighetene til kontantstrømmene opphører, eller når den finansielle eiendelen og det vesentligste av risiko og avkastning knyttet til eierskap av eiendelen overføres. Ved fraregning tilordnes gjennomsnittlig anskaffelseskost. Se note 12 *Utlån og innlån med sikkerhetsstillelse* for spesifisering av overførte eiendeler som ikke er fraregnet.

Finansielle forpliktelser blir fraregnet når den kontraktsmessige forpliktelsen har blitt oppgjort, er utgått eller har blitt kansellert.

Klassifisering

Finansielle eiendeler og forpliktelser måles til virkelig verdi ved førstegangsinnregning og alle finansielle eiendeler og forpliktelser blir klassifisert avhengig av type instrument, kontraktuelle betingelser og hensikten med investeringen i samsvar med IAS 39 *Finansielle instrumenter: Innregning og måling*.

Virkelig verdi over resultatet (virkelig verdi-opsjon)

Finansielle eiendeler og forpliktelser som styres og følges opp på bakgrunn av virkelig verdi i samsvar med en dokumentert investeringsstrategi blir klassifisert ved førstegangsinnregning i kategorien *virkelig verdi over resultatet*. Dette innebærer at det benyttes en virkelig verdi-forretningsmodell for porteføljene som omfatter disse finansielle eiendelene og forpliktelsene, og at det overordnede målet er å oppnå gevinster på lengre sikt knyttet til endringer i virkelig verdi. Finansielle eiendeler og forpliktelser blir i all hovedsak klassifisert som *virkelig verdi over resultatet*.

Holdt for handelsformål

Finansielle eiendeler og forpliktelser som er finansielle derivater blir klassifisert ved førstegangsinnregning i kategorien *holdt for handelsformål*.

Lån og fordringer

Finansielle eiendeler og forpliktelser som ikke er klassifisert som *virkelig verdi over resultatet* eller *holdt for handelsformål* blir klassifisert ved førstegangsinnregning som *lån og fordringer*.

3.2 Datterselskaper

Det er etablert datterselskaper som utelukkende utgjør investeringer som ledd i forvaltningen av SPU. Disse datterselskapene er enheter der SPU har kontroll. Sentrale datterselskaper er oppført i note 15 *Interesser i andre foretak*.

IFRS 10 *Konsernregnskap* er anvendt. IFRS 10 definerer en investeringsenhet og innfører et pliktig unntak fra konsolidering for investeringsenheter.

Datterselskaper som er investeringsenheter blir målt til virkelig verdi over resultatet i tråd med unntak fra konsolidering for investeringsenheter. Andre datterselskaper som ikke er investeringsenheter, og som yter investeringsrelaterte tjenester for SPU i forbindelse med forvaltning av unoterte eiendomsinvesteringer, konsolideres i regnskapet til SPU.

Datterselskaper målt til virkelig verdi over resultatet

Datterselskaper målt til virkelig verdi over resultatet er presentert i balansen som *Unotert eiendom*. Datterselskapene investerer, gjennom andre selskaper, utelukkende i fast eiendom. Regnskapsprinsipper for finansielle eiendeler er anvendt for datterselskaper målt til virkelig verdi over resultatet, se punkt 3.1. Se note 6 for øvrige regnskapsprinsipper knyttet til unotert eiendom.

Konsoliderte datterselskaper

Konsoliderte datterselskaper eier ikke, hverken direkte eller indirekte, investeringer i eiendom. Konserninterne transaksjoner og mellomværender elimineres ved konsolidering.

SKJØNNMESSIG VURDERING

SPU er en investeringsenhet basert på følgende:

- a) SPU mottar midler fra den norske stat, som er en nærstående part og eneste eier, og leverer profesjonelle investeringstjenester i form av forvaltningen av fondet, til den norske stat,
- b) SPU er forpliktet overfor den norske stat til å investere utelukkende for verdistigning og kapitalinntekter,
- c) SPU måler og evaluerer avkastning for alle investeringer utelukkende basert på virkelig verdi.

En investeringsenhet skal ha en strategi som definerer tidshorisonten for realisering av investeringene. SPU har en svært lang tidshorisont. Etter en samlet vurdering er det konkludert med at SPU oppfyller kriteriene i definisjonen av en investeringsenhet.

4. NYE STANDARDER MED VIRKNING FRA 2018 ELLER SENERE

Vedtatte IFRS-standarder med ikrafttredelsesdato fra 2018 eller senere som er ansett relevante for regnskapsrapporteringen er beskrevet nedenfor. Øvrige standarder, endringer i standarder og fortolkninger som er utgitt, men ikke trådt i kraft, forventes å være uvesentlige eller ikke relevante på implementeringstidspunktet.

IFRS 9 Finansielle instrumenter

IFRS 9 inneholder krav for innregning, måling, nedskrivning, sikringsbokføring og fraregning av finansielle instrumenter. Standarden erstatter IAS 39 *Finansielle instrumenter: Innregning og måling*.

Etter IFRS 9 skal finansielle eiendeler som inneholder vanlige lånevilkår regnskapsføres til amortisert kost, med mindre forretningsmodellen tilsier at de skal måles til virkelig verdi. Andre finansielle eiendeler skal regnskapsføres til virkelig verdi.

Klassifiserings- og målereglene for finansielle forpliktelser etter IFRS 9 er en videreføring av IAS 39, med unntak for finansielle forpliktelser utpekt til *virkelig verdi over resultatet* (virkelig verdi-opsjon), hvor verdiendringer knyttet til egen kredittrisiko skilles ut og føres over andre inntekter og kostnader (Totalresultat).

IFRS 9 trer i kraft fra 1. januar 2018. Muligheten for tidlig anvendelse vil ikke benyttes. Implementering av IFRS 9 vil ikke medføre en endring i klassifisering og måling av finansielle instrumenter for Norges Bank og vil derfor ikke ha implementeringseffekt på regnskapet.

IFRS 15 Driftsinntekter fra kontrakter med kunder og IFRS 16 Leieavtaler

Standardene gjelder fra henholdsvis 1. januar 2018 og 1. januar 2019. Implementeringen av standardene vil ikke påvirke Norges Banks regnskap.

Note 3 Avkastning per aktivaklasse

Tabell 3.1 Avkastning per aktivaklasse

	2017	2016	4. kvartal 2017	3. kvartal 2017	2. kvartal 2017	1. kvartal 2017
Avkastning målt i fondets valutakurv						
Aksjeinvesteringenes avkastning (prosent)	19,44	8,72	4,96	4,31	3,37	5,53
Renteinvesteringenes avkastning (prosent)	3,31	4,32	0,53	0,85	1,12	0,77
Unotert eiendoms avkastning (prosent) ¹	7,52	0,78	1,97	2,68	2,05	0,62
Fondets avkastning (prosent)	13,66	6,92	3,49	3,15	2,60	3,78
Fondets relative avkastning ² (prosentpoeng)	0,70	0,15	0,17	0,10	0,28	0,09
Avkastning målt i norske kroner (prosent)						
Aksjeinvesteringenes avkastning	19,74	3,67	8,45	0,40	2,92	6,85
Renteinvesteringenes avkastning	3,57	-0,53	3,87	-2,93	0,68	2,03
Unotert eiendoms avkastning ¹	7,80	-3,91	5,36	-1,16	1,61	1,88
Fondets avkastning	13,95	1,95	6,92	-0,71	2,15	5,08

¹ Unotert eiendoms avkastning inkluderer avkastning på børsnoterte eiendomsinvesteringer for 2016.

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

Tabell 3.1 viser avkastning for fondet og per aktivaklasse målt i fondets valutakurv og i norske kroner. Det benyttes metode for tidsvektet avkastning hvor beholdningenes virkelige verdi fastsettes på tidspunkter for kontantstrømmer inn i og ut av aktivaklassene, og det benyttes geometrisk kobling av periodenes avkastning. Avkastning beregnes etter fradrag for ikke-refunderbar kildeskatt på utbytte, renter og skatt på gevinster. Avkastningen måles i fondets valutakurv, samt i norske kroner, der valutakurven er vektet etter sammensetningen av valutaene i referanseindeksen for aksjer og obligasjoner. Avkastning målt i fondets valutakurv beregnes som den geometriske differansen mellom fondets avkastning målt i norske kroner og valutakurvets avkastning. Fondets relative avkastning beregnes

som den aritmetiske differansen mellom fondets avkastning og avkastningen på fondets referanseindeks. Fondets relative avkastning inkluderer avkastning på unotert eiendom fra og med 1. januar 2017. Fondets relative avkastning før 2017 er beregnet på de aggregerte aksje- og renteinvesteringene. Fondets referanseindeks består av globale aksje- og obligasjonsindekser fastsatt av Finansdepartementet og beregnes ved å vekte sammen månedlig avkastning til referanseindeksene for hver av de to aktivaklassene. Som vekter brukes hver av aktivaklassenes vekt i faktisk referanseindeks ved inngangen til måneden. Unotert eiendoms avkastning inkluderer avkastning på børsnoterte eiendomsinvesteringer for 2016.

Note 4 Inntekt/kostnad fra aksjer, obligasjoner og finansielle derivater

REGNSKAPSPRINSIPP

Følgende regnskapsprinsipper er knyttet til de respektive inntekts- og kostnadselementene presentert i tabell 4.1 til 4.3:

Utbytte innregnes på det tidspunktet utbyttet er formelt vedtatt av generalforsamlingen eller tilsvarende beslutningsorgan.

Renteinntekter innregnes etter hvert som de opptjenes. *Rentekostnader* innregnes etter hvert som de påløper.

Realisert gevinst/tap utgjør i hovedsak beløp realisert når eiendeler eller forpliktelser blir fraregnet. Realisert gevinst/tap inkluderer transaksjonskostnader, som resultatføres når de påløper. Transaksjonskostnader er definert som alle kostnader som er direkte henførbare til den gjennomførte transaksjonen. For investeringer i aksjer og obligasjoner omfatter dette normalt kurtasje og dokumentavgift.

Urealisert gevinst/tap utgjør endringer i virkelig verdi i perioden for den relaterte balanseposten som ikke kan tilskrives de tidligere omtalte kategoriene.

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 Inntekt/kostnad fra aksjer

Beløp i millioner kroner	2017	2016
Utbytte	128 846	118 584
Realisert gevinst/tap	233 652	107 005
Urealisert gevinst/tap	571 003	117 224
Inntekt/kostnad fra aksjer før gevinst/tap valuta	933 501	342 813

Tabell 4.2 Spesifikasjon Inntekt/kostnad fra obligasjoner

Beløp i millioner kroner	2017	2016
Renter	71 811	72 573
Realisert gevinst/tap	9 283	30 861
Urealisert gevinst/tap	316	-3 184
Inntekt/kostnad fra obligasjoner før gevinst/tap valuta	81 410	100 250

Tabell 4.3 Spesifikasjon Inntekt/kostnad fra finansielle derivater

Beløp i millioner kroner	2017	2016
Utbytte	140	102
Renter	-1 933	-2 113
Realisert gevinst/tap	128	-3 251
Urealisert gevinst/tap	1 943	2 049
Inntekt/kostnad fra finansielle derivater før gevinst/tap valuta	278	-3 213

Note 5 Beholdninger av aksjer, obligasjoner og finansielle derivater

REGNSKAPSPRINSIPP

Investeringer i aksjer og obligasjoner er klassifisert ved førstegangsinnregning som *virkelig verdi over resultatet* og måles i balansen til virkelig verdi. Opptjente og påløpte utbytter og renter presenteres i balansen på samme linje som den tilhørende finansielle eiendelen eller forpliktelsen og er spesifisert i tabellene 5.1 og 5.2 for henholdsvis *Aksjer* og *Obligasjoner*. Balanselinjen *Aksjer* inkluderer investeringer i depotbevis (GDR/ADR) og andeler i noterte fond, som for eksempel REITs. Utlånte aksjer og obligasjoner presenteres separat. For mer informasjon om utlånte instrumenter, se note 12 *Utlån og innlån med sikkerhetsstillelse*.

Finansielle derivater er klassifisert som *holdt til handelsformål* og måles i balansen til virkelig verdi. Variasjonsmargin for børsnoterte futures anses som oppgjort og verdier er presentert i balansen som *Innskudd i banker*. Norges Bank benytter ikke sikringsbokføring, og ingen finansielle instrumenter er derfor utpekt som sikringsinstrumenter.

For ytterligere informasjon om måling til virkelig verdi av aksjer, obligasjoner og finansielle derivater, se note 7 *Måling til virkelig verdi*. Endringer i virkelig verdi resultatføres og er spesifisert i note 4 *Inntekt/kostnad fra aksjer, obligasjoner og finansielle derivater*.

Tabell 5.1 Aksjer

Beløp i millioner kroner	31.12.2017		31.12.2016	
	Virkelig verdi inkl. utbytte	Opptjent utbytte	Virkelig verdi inkl. utbytte	Opptjent utbytte
Aksjer	5 662 535	6 111	4 713 907	5 557
Sum aksjer	5 662 535	6 111	4 713 907	5 557
<i>Herav utlånte aksjer</i>	<i>411 664</i>		<i>340 865</i>	

Tabell 5.2 spesifiserer investeringer i obligasjoner per kategori. Nominell verdi representerer beløpet som vil returneres ved forfall, det vil si obligasjonens pålydende verdi.

Tabell 5.2 Obligasjoner

Beløp i millioner kroner	31.12.2017			31.12.2016		
	Nominell verdi	Virkelig verdi inkl. opptjente renter	Opptjente renter	Nominell verdi	Virkelig verdi inkl. opptjente renter	Opptjente renter
Statsobligasjoner						
Statsobligasjoner utstedt i statens egen valuta	1 304 201	1 458 828	10 712	1 290 977	1 461 360	11 356
Sum statsobligasjoner	1 304 201	1 458 828	10 712	1 290 977	1 461 360	11 356
Statsrelaterte obligasjoner						
Obligasjoner utstedt av stater i fremmed valuta	7 477	8 094	119	11 625	12 408	211
Obligasjoner utstedt av lokale myndigheter	94 610	101 287	615	92 164	98 677	668
Obligasjoner utstedt av internasjonale organisasjoner	54 476	57 374	472	54 791	58 474	511
Obligasjoner utstedt av føderale utlånsinstitusjoner	148 622	150 032	732	161 022	164 578	1 000
Sum statsrelaterte obligasjoner	305 185	316 787	1 938	319 602	334 137	2 390
Realrente obligasjoner						
Realrente obligasjoner utstedt av statlige myndigheter	112 513	131 125	375	114 916	140 814	547
Sum realrente obligasjoner	112 513	131 125	375	114 916	140 814	547
Selskapsobligasjoner						
Obligasjoner utstedt av energiselskaper	42 780	46 599	522	40 653	43 602	531
Obligasjoner utstedt av finansinstitusjoner	244 859	248 894	2 322	225 022	227 803	2 264
Obligasjoner utstedt av industriselskaper	322 378	336 464	3 116	308 074	319 741	3 197
Sum selskapsobligasjoner	610 017	631 957	5 960	573 749	591 146	5 992
Pantesikrede obligasjoner						
Obligasjoner med fortrinnsrett	138 447	132 642	1 013	140 209	147 237	1 477
Commercial mortgage-backed securities	828	-	-	1 357	327	1
Sum pantesikrede obligasjoner	139 275	132 642	1 013	141 566	147 564	1 478
Sum obligasjoner	2 471 191	2 671 338	19 999	2 440 810	2 675 021	21 763
<i>Herav utlånte obligasjoner</i>		<i>591 277</i>			<i>454 735</i>	

Finansielle derivater, som futures, rentederivater og valutaderivater benyttes i forvaltningen for å justere eksponeringen innenfor forskjellige porteføljer, som et kostnadseffektivt alternativ til handel i de underliggende verdipapirer. Dette kan være for å justere eksponeringen mot aksjer eller obligasjoner. Videre

benyttes valutaderivater i finansiering av verdipapirforvaltningen. Aksjederivater med et opsjonselement er ofte et resultat av selskaphendelser og disse kan konverteres til aksjer eller bli solgt. Deltagelsessertifikater blir brukt som et alternativ til direkte aksjeinvesteringer i noen få markeder.

Tabell 5.3 spesifiserer finansielle derivater. Pålydende verdier (de nominelle verdiene av den underliggende) er grunnlaget for beregning av eventuelle betalingsstrømmer og gevinster/tap for kontraktene. Dette gir informasjon om i hvilken grad ulike typer finansielle derivater benyttes.

Tabell 5.3 Finansielle derivater

Beløp i millioner kroner	31.12.2017			31.12.2016		
	Pålydende verdi	Virkelig verdi		Pålydende verdi	Virkelig verdi	
		Eiendel	Gjeld		Eiendel	Gjeld
Valutaderivater	252 601	770	2 687	321 580	4 586	1 995
Rentederivater	34 225	1 304	1 232	31 284	528	2 506
Aksjederivater	7 379	6 951	-	6 645	4 252	-
Sum finansielle derivater	294 205	9 025	3 919	359 509	9 366	4 501

IKKE-BØRSNOTERTE FINANSIELLE DERIVATER (OTC)

Valutaderivater

Dette omfatter valutahandler (terminkontrakter) som er avtaler om å kjøpe eller selge en spesifisert mengde av utenlandsk valuta på et avtalt tidspunkt i fremtiden.

Rentederivater

Rentebytteavtaler er avtaler mellom to motparter om å bytte rentebetalinger basert på forskjellige renteberegninger, hvor en part betaler flytende rente og den andre fast rente.

Aksjederivater

Aksjederivater er derivater med eksponering mot underliggende enkeltaksjer. Aksjederivater inkluderer instrumenter med et opsjonselement, som warrants og rights. Disse instrumentene gir kjøperen rett til å kjøpe en aksje til en avtalt pris innenfor en viss tidsramme. Aksjederivater inkluderer også deltagelsessertifikater som er et instrument som gir eksponering mot kursutviklingen til en underliggende aksje.

BØRSNOTERTE FUTURES KONTRAKTER

Futureskontrakter er børsnoterte avtaler om å kjøpe eller selge en spesifikk eiendel (verdipapir, indeks, rentesats eller lignende) til en avtalt pris en gang i fremtiden. Normalt foretas oppgjør i kontanter på kjøpstidspunktet og deretter med daglig marginoppgjør av gevinst og tap.

Note 6 Unotert eiendom

REGNSKAPSPRINSIPP

Investeringer i unotert eiendom utføres gjennom datterselskaper av Norges Bank, utelukkende etablert som en del av forvaltningen av SPU. Datterselskaper finansieres gjennom egenkapital og langsiktige lån. Datterselskaper som er presentert i balansen som *Unotert eiendom* er utpekt ved førstegangsinnregning til *virkelig verdi over resultatet*. Se note 2 *Regnskapsprinsipper* for mer informasjon.

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 7 *Måling til virkelig verdi*.

Endringer i virkelig verdi resultatføres og presenteres som *Inntekt/kostnad fra unotert eiendom*.

Netto inntekt i datterselskapene kan bli distribuert til SPU i form av utbytte og renter samt tilbakebetaling av egenkapital og lånefinansieringen gitt fra SPU til datterselskapet. Det er ingen vesentlige restriksjoner på distribusjon av utbytte og renter fra datterselskaper til SPU.

Følgene regnskapsprinsipper gjelder for de respektive inntekts- og kostnadselementer presentert i tabell 6.1:

Utbytte innregnes på det tidspunktet utbyttet er formelt vedtatt av generalforsamlingen/ tilsvarende beslutningsorgan, eller utbetales som følge av selskapets vedtekter.

Renteinntekter innregnes etter hvert som de opptjenes. Utbytte og renter er presentert basert på kontantprinsippet i tabell 6.1.

Urealisert gevinst/tap utgjør endringer i virkelig verdi i perioden for balanselinjen *Unotert eiendom* som ikke kan tilskrives utbetalt utbytte og renteinntekter.

Tabell 6.1 spesifiserer linjen *Inntekt/kostnad fra unotert eiendom* i resultatregnskapet, før gevinst/tap valuta.

Tabell 6.1 Inntekt/kostnad fra unotert eiendom

Beløp i millioner kroner	2017	2016
Innbetaling av utbytte	2 057	2 167
Innbetaling av renter	1 812	1 490
Urealisert gevinst/tap	10 368	3 285
Inntekt/kostnad fra unotert eiendom før gevinst/tap valuta	14 237	6 942

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

Tabell 6.2 Balanseendringer unotert eiendom

Beløp i millioner kroner	31.12.2017	31.12.2016
Unotert eiendom, inngående balanse for perioden	188 469	180 021
Utbetaling til nye investeringer ¹	14 771	19 147
Utbetaling til eksisterende investeringer ¹	5 167	2 808
Innbetaling fra eksisterende investeringer ¹	-2 704	-4 686
Urealisert gevinst/tap	10 368	3 285
Valutaeffekt ved omregning til norske kroner	1 089	-12 106
Unotert eiendom, utgående balanse for perioden	217 160	188 469

¹ Dette representerer kontantstrømmer mellom SPU og datterselskaper presentert som *Unotert eiendom*. SPU foretar kontantoverføringer til datterselskaper gjennom egenkapital og langsiktige lån for å finansiere investeringer i eiendom, primært bygninger. Netto inntekt i datterselskaper kan overføres til SPU gjennom tilbakebetaling av tidligere mottatt egenkapital og lånefinansiering.

UNDERLIGGENDE EIENDOMSSKAPER

Datterselskapene har investeringer i andre ikke-konsoliderte unoterte selskaper. For en oversikt over sentrale enheter, se note 15 *Interesser i andre foretak*.

I tabellene 6.3 og 6.4 gis en ytterligere spesifikasjon av *Unotert eiendom*. Tabell 6.3 spesifiserer SPU's andel av inntekter og kostnader generert i de underliggende datterselskapene som er grunnlaget for *Inntekt/kostnad fra unotert eiendom* presentert i tabell 6.1. Tabell 6.4 spesifiserer SPU's andel av eierdeler og forpliktelser i de underliggende datterselskapene som inngår i *Unotert eiendom* som presentert i tabell 6.2.

PRINSIPPER FOR MÅLING OG PRESENTASJON

Følgende prinsipper gjelder for de respektive inntekts- og kostnadselementer presentert i tabell 6.3:

Leieinntekter innregnes som inntekt lineært over leieperioden. *Netto leieinntekter* består i all hovedsak av opptjente leieinntekter med fradrag for kostnader til drift og vedlikehold av bygningene.

Urealisert gevinst/tap presentert i tabell 6.1 inkluderer overskudd som ikke er utdelt og vil derfor ikke tilsvare virkelig verdiendringer for bygninger, gjeld og andre eiendeler og forpliktelser presentert i tabell 6.3.

Transaksjonskostnader påløper som en engangskostnad ved kjøp eller salg av eiendommer. Transaksjonskostnader inkluderer dokumentavgift, tinglysningsgebyr, due diligence kostnader (utgifter til rådgivere, herunder advokater og verdsettere mv.) og forsikringer. Transaksjonskostnader resultatføres etter hvert som de påløper.

Honorarer for eiendomsforvaltning er direkte relatert til de underliggende bygningene og er primært knyttet til drift og utvikling av bygninger og leieforhold. Faste honorarer resultatføres etter hvert som de påløper. Variable honorarer til eksterne forvaltere er basert på oppnådde prestasjonsmål over tid. Avsetning for variable honorarer er basert på beste estimat på påløpte honorarer som skal utbetales. Endringen i beste estimat i regnskapsperioden resultatføres.

Tabell 6.3 Inntekt fra underliggende eiendomsselskaper

Beløp i millioner kroner	2017	2016
Netto leieinntekter	8 579	7 645
Realisert gevinst/tap	199	109
Virkelig verdiendringer – bygninger	8 375	1 416
Virkelig verdiendringer – gjeld	-420	-191
Virkelig verdiendringer – andre eiendeler og forpliktelser	-461	-174
Transaksjonskostnader	-324	-411
Rentekostnader ekstern gjeld	-626	-622
Betalbar skatt	-140	-151
Ekstern eiendomsforvaltning – faste honorarer	-482	-454
Ekstern eiendomsforvaltning – variable honorarer	-248	-39
Intern eiendomsforvaltning – faste honorarer ¹	-32	-
Driftskostnader innenfor rammen fra Finansdepartementet ²	-97	-81
Andre driftskostnader	-88	-105
Netto inntekt underliggende eiendomsselskaper	14 237	6 942

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

² Se tabell 11.2 for spesifikasjon av driftskostnader som måles mot rammen for forvaltningsgodtgjøring fra Finansdepartementet.

Tabell 6.4 Eiendeler og forpliktelser underliggende eiendomsselskaper

Beløp i millioner kroner	31.12.2017	31.12.2016
Bygninger	235 507	204 635
Ekstern gjeld	-17 694	-15 727
Netto andre eiendeler og forpliktelser ¹	-653	-439
Sum eiendeler og forpliktelser underliggende eiendomsselskaper	217 160	188 469

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

Note 7 Måling til virkelig verdi

REGNSKAPSPRINSIPP

Alle eiendeler og forpliktelser presentert som *Aksjer, Obligasjoner, Unotert eiendom, Finansielle derivater, Utlån og innlån med sikkerhetsstillelse, Innskudd i banker og Avgitt og mottatt kontantsikkerhet* er holdt til virkelig verdi i balansen.

Virkelig verdi, som definert i IFRS 13 *Måling av virkelig verdi*, er den pris som ville blitt oppnådd ved salg av en eiendel eller betalt for å overføre en forpliktelse i en velordnet transaksjon mellom markedsdeltakere på måletidspunktet.

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. Måling til virkelig verdi innebærer verdsettelsesusikkerhet, hovedsakelig på grunn av ikke-observerbare inndata som brukes i verdsettelsesmodeller. Verdsettelsesrisikoen blir adressert av styrings- og kontrollrammeverket i Norges Bank Investment Management som regulerer måling til virkelig verdi. Dette er beskrevet i punkt 6 i denne noten.

2. VERDSETTELSESUSIKKERHET OG HIERARKIET FOR VIRKELIG VERDI

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:

- Nivå 1 består av eiendeler som er verdsatt basert på observerbare priser i aktive markeder og anses å ha svært begrenset verdsettelsesusikkerhet.
- Eiendeler og gjeldsposter klassifisert som nivå 2 verdsettes ved bruk av modeller og observerbare markedsdata. Inndata anses som observerbare dersom de kan bli direkte observert fra transaksjoner i et aktivt marked, eller dersom det er klare eksterne tegn på en gjennomførbar salgspris. Investeringer klassifisert som nivå 2 innehar noe verdsettelsesusikkerhet.
- Eiendeler klassifisert som nivå 3 verdsettes ved bruk av modeller som i vesentlig grad bruker ikke-observerbare inndata. Dette innebærer en betydelig usikkerhet rundt fastsettelsen av virkelig verdi.

En oversikt over modeller og verdsettelsesmetoder med sine respektive observerbare og ikke-observerbare inndata, kategorisert per type instrument er beskrevet i punkt 4 i denne noten.

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.

Tabell 7.1 allokterer investeringene i nivåer fordelt etter verdsettelsesusikkerhet og inkluderer alle balanselementer verdsatt til virkelig verdi.

Tabell 7.1 Investeringer på nivåer for verdsettelsesusikkerhet

Beløp i millioner kroner	Nivå 1		Nivå 2		Nivå 3		Totalt	
	31.12.2017	31.12.2016	31.12.2017	31.12.2016	31.12.2017	31.12.2016	31.12.2017	31.12.2016
Aksjer	5 616 897	4 673 199	34 265	28 845	11 373	11 863	5 662 535	4 713 907
Statsobligasjoner	1 417 376	1 369 188	41 452	92 172	-	-	1 458 828	1 461 360
Statsrelaterte obligasjoner	271 415	279 772	43 151	53 463	2 221	902	316 787	334 137
Realrenteobligasjoner	126 023	124 646	5 102	16 168	-	-	131 125	140 814
Selskapsobligasjoner	597 276	538 692	34 572	52 293	109	161	631 957	591 146
Pantesikrede obligasjoner	113 337	136 088	18 863	11 149	442	327	132 642	147 564
Sum obligasjoner	2 525 427	2 448 386	143 140	225 245	2 772	1 390	2 671 338	2 675 021
Finansielle derivater (eiendeler)	120	291	8 905	9 075	-	-	9 025	9 366
Finansielle derivater (gjeld)	-	-	-3 919	-4 501	-	-	-3 919	-4 501
Sum finansielle derivater	120	291	4 986	4 574	-	-	5 106	4 865
Unotert eiendom	-	-	-	-	217 160	188 469	217 160	188 469
Annet ¹	-	-	-67 685	-71 768	-	-	-67 685	-71 768
Totalt	8 142 444	7 121 876	114 706	186 896	231 305	201 722	8 488 454	7 510 494
Totalt (prosent)	95,9	94,8	1,4	2,5	2,7	2,7	100,0	100,0

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

Verdsettelsesusikkerheten for SPU totalt ved utgangen av 2017 er i hovedsak uendret sammenlignet med utgangen av 2016. Majoriteten av den totale porteføljen har lav verdsettelsesusikkerhet. Ved utgangen av 2017 var 97,3 prosent klassifisert som nivå 1 eller 2, som er uendret sammenlignet med årsslutt 2016. Bevegelser mellom nivåene i hierarkiet for virkelig verdi er beskrevet i punkt 3 i denne noten.

Aksjer

Målt som en andel av total verdi er tilnærmet alle aksjer (99,2 prosent) verdsatt basert på offisielle sluttkurs fra børs og klassifisert som nivå 1. Et

mindre antall aksjer (0,6 prosent) er klassifisert som nivå 2. Dette er hovedsakelig aksjer hvor handel nylig er suspendert, eller illikvide beholdninger som ikke handles daglig. Noen få beholdninger (0,2 prosent) som ikke er notert eller hvor handel har vært suspendert over en lengre periode, har høy usikkerhet rundt fastsettelsen av virkelig verdi og er klassifisert som nivå 3. En aksjeholdning med bindingstid som ble mottatt som kompensasjon i en sammenslåing av to selskaper i 2016 utgjør i underkant av 90 prosent av verdien av aksjer klassifisert som nivå 3. Bindingstiden medfører betydelig bruk av ikke-observerbare inndata i verdsettelsen, noe som fører til nivå 3 klassifisering.

Obligasjoner

Majoriteten av obligasjonsbeholdningene (94,5 prosent) har observerbare markedskurser i aktive markeder og er klassifisert som nivå 1. Et mindretall obligasjoner (5,4 prosent) er klassifisert som nivå 2. Dette er beholdninger som ikke har et tilstrekkelig antall observerbare kurser eller som er priset basert på sammenlignbare likvide obligasjoner. Enkelte obligasjoner (0,1 prosent) som ikke har observerbare kurser er klassifisert som nivå 3.

Unotert eiendom

Alle unoterte eiendomsinvesteringer er klassifisert som nivå 3, da modeller er brukt for å verdsette de underliggende eiendelene og forpliktelsene med utstrakt bruk av ikke-observerbare inndata. Alle 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. Øvrige derivater er klassifisert som nivå 2, da verdsettelsen av disse er basert på standard modeller, hvor det er benyttet observerbare inndata.

Andre eiendeler og forpliktelser er klassifisert som nivå 2.

3. BEVEGELSER MELLOM NIVÅER I HIERARKIET

Reklassifisering mellom nivå 1 og nivå 2

Den relative andelen av aksjer klassifisert som nivå 1 er økt marginalt med 0,1 prosentpoeng sammenlignet med årsslutt 2016.

Andelen av obligasjoner klassifisert som nivå 1 er økt med 3 prosentpoeng i 2017. Dette skyldes hovedsakelig reklassifisering fra nivå 2 til nivå 1 og kjøp gjennom året. De reklassifiserte obligasjonene består hovedsakelig av selskapsobligasjoner denominert i amerikanske dollar og statsobligasjoner i fremvoksende markeder. Verdiøkning og valutagevinst bidro også til økningen i obligasjoner klassifisert som nivå 1.

Tabell 7.2 Endringer i nivå 3 beholdninger

Beløp i millioner kroner	01.01.2017	Kjøp	Salg	Forfalte og innbetalte	Netto gevinst/tap	Overført til nivå 3	Overført fra nivå 3	Gevinst/tap valuta	31.12.2017
Aksjer	11 863	97	-1 534	-48	-632	1 099	-258	786	11 373
Obligasjoner	1 390	406	-327	-71	-33	1 457	-6	-44	2 772
Unotert eiendom ¹	188 469	17 234	-	-	10 368	-	-	1 089	217 160
Totalt	201 722	17 737	-1 861	-119	9 703	2 556	-264	1 831	231 305

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

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

SPUs samlede eksponering som er vurdert spesielt usikker med hensyn til verdsettelse (nivå 3) økte med 29 583 millioner kroner i 2017, til en eksponering ved slutten av året på 231 305 millioner kroner.

Den relative andelen av aksjer klassifisert som nivå 3 er redusert med 0,1 prosentpoeng sammenlignet med 2016. Den marginale reduksjonen skyldes hovedsakelig verdnedgang på den største beholdningen i nivå 3, kombinert med en generell prisoppgang for aksjer klassifisert som nivå 1 eller 2 gjennom året.

For obligasjoner er det ingen endring i den relative andelen som er klassifisert som nivå 3 sammenlignet med 2016.

Alle unoterte eiendomsinvesteringer er klassifisert som nivå 3, og økningen på 28 691 millioner kroner i 2017 skyldes i hovedsak nye investeringer og verdiøkninger.

4. VERDSETTELSESMETODER

Norges Bank Investment Management har definert hierarkier for hvilke priskilder som skal brukes i verdsettelsen. Beholdninger som finnes i referanseindeksene verdsettes normalt i henhold til indeksleverandørenes priser, mens de resterende beholdningene av aksjer og obligasjoner verdsettes nesten utelukkende ved bruk av priser fra andre anerkjente eksterne leverandører. I det neste avsnittet presenteres verdsettelsesteknikkene som blir brukt for instrumenter klassifisert som nivå 2 eller 3 i verdsettelseshierarkiet. Videre beskrives de vesentligste observerbare og ikke-observerbare inndata som blir brukt i verdsettelsesmodellene.

Unoterte eiendomsinvesteringer (nivå 3)

Virkelig verdi av unotert eiendom er fastsatt basert på summen av de underliggende eiendelene og forpliktelsene som presentert i note 6 *Unotert eiendom*. Eiendeler og forpliktelser består i det vesentligste av bygninger og eksterne gjeld. Bygninger verdsettes hver rapporteringsdato av eksterne

uavhengige verdsettelsespecialister ved bruk av verdsettelsesmodeller. Verdsettelse av eiendomsinvesteringer er av natur disponert mot fremtidsrettede skjønnsmessige vurderinger. Vurderingene inkluderer viktige forutsetninger og estimater for hver individuell eiendomstype, beliggenhet, fremtidig inntektsstrøm og relevante avkastningskrav. Disse forutsetningene representerer i hovedsak ikke-observerbar inndata og *Unotert eiendom* er derfor klassifisert som nivå 3 i verdsettelseshierarkiet. Estimater som er brukt reflekterer nylig gjennomførte sammenlignbare transaksjoner med tilsvarende beliggenhet, tilstand og kvalitet og er basert på markedsbetingelser.

Verdsettelse av kommersiell eiendom i det europeiske og amerikanske markedet er basert på varianter av neddiskonterte kontantstrømsmodeller.

Avkastningskrav og forutsetninger knyttet til fremtidige kontantstrømmer er de viktigste inndataene i verdsettelsesmodellene. Forventede fremtidige kontantstrømmer påvirkes av endringer i forutsetninger relatert til, men ikke begrenset til:

- Inflasjonsforventning (markert, konsumprisindeks, kostnader osv.)
- Markedsleie, vekst i markedsleie, reforhandlings-sannsynlighet, ledighetsperiode og kostnader
- Mislighold leietakere
- Endringer i kredittspread og diskonteringsrente på eiendomslån.

Aksjer (nivå 2 og nivå 3)

Aksjer verdsatt basert på modeller med observerbar inndata fra leverandører er klassifisert som nivå 2 i verdsettelseshierarkiet. Disse beholdningene er ofte instrumenter som ikke blir handlet daglig, eller noterte aksjer som er suspendert fra handel. Verdsettelsesmodellene hensyntar flere typer observerbar inndata som pris på sammenlignbare aksjer, når aksjen sist var omsatt, volum og bakgrunn for suspensjon.

Noen beholdninger i nivå 3 er illikvide på grunn av bindingstid. Verdssettelsesmodellene for disse beholdningene hensyntar både observerbar inndata som pris på sammenlignbare aksjer og ikke-observerbar inndata som historisk volatilitet.

Andre beholdninger av aksjer klassifisert som nivå 3 har vært suspendert fra handel over en lengre periode og er verdsatt enten på siste markedspris, ved bruk av regresjonsanalyse eller basert på sammenlignbare selskaper.

Obligasjoner (nivå 2 og nivå 3)

Obligasjoner som er verdsatt basert på indikative priser eller sammenlignbare likvide utstedelser er klassifisert som nivå 2. Disse beholdningene består som regel av obligasjoner som er mindre likvide enn de som handles på aktive markeder.

Obligasjoner som er verdsatt av eksterne prisleverandører basert på modeller med utstrakt bruk av ikke-observerbar inndata som sannsynlighet for fremtidige kontantstrømmer, utdaterte indirekte prisnoteringer på sammenlignbare utstedelser, og differanse mot referansekurver, er klassifisert som

nivå 3. Disse beholdningene inkluderer misligholdte og illikvide obligasjoner.

Finansielle derivater (nivå 2)

Valutaderivater, som hovedsakelig består av valutaterminkontrakter, er verdsatt ved bruk av markedsstandardiserte modeller som hovedsakelig benytter markedsobserverbar inndata som fremtidige renter.

Rentederivater, som i sin helhet består av rentebytteavtaler, er verdsatt ved bruk av markedsstandardiserte modeller som hovedsakelig benytter markedsobserverbar inndata som renter fra handlede rentebytteavtaler.

Aksjederivater, som rights og warrants er hovedsakelig verdsatt basert på priser mottatt fra leverandører i henhold til verdssettelseshierarkiet. I de få tilfeller et aksjederivat ikke handles, benyttes observerbar inndata som konverteringsfaktor, tegningspris og avtalt fremtidig kjøps-/salgskurs for å verdssette instrumentene. Deltagelsessertifikater er verdsatt basert på prisnoteringen for den underliggende aksjen, justert for observerbar inndata knyttet til kreditt- og likviditetsrisiko.

5. SENSITIVITETSANALYSE FOR NIVÅ 3 BEHOLDNINGER

Tabell 7.3 Ytterligere spesifikasjon nivå 3 og sensitiviteter

Beløp i millioner kroner	Spesifikasjon av nivå 3 per 31.12.2017	Sensiviteter 31.12.2017		Spesifikasjon av nivå 3 per 31.12.2016	Sensiviteter 31.12.2016	
		Ufordelaktige endringer	Fordelaktige endringer		Ufordelaktige endringer	Fordelaktige endringer
Aksjer	11 373	-2 409	2 409	11 863	-2 638	2 606
Statsrelaterte obligasjoner	2 221	-222	222	902	-90	90
Selskapsobligasjoner	109	-11	11	161	-16	16
Pantesikrede obligasjoner	442	-44	44	327	-33	33
Sum obligasjoner	2 772	-277	277	1 390	-139	139
Unotert eiendom	217 160	-12 969	14 988	188 469	-9 678	10 711
Totalt	231 305	-15 655	17 674	201 722	-12 455	13 456

Det er usikkerhet forbundet med virkelig verdi av investeringer klassifisert som nivå 3, og nedside verdsettelsesusikkerhet er estimert til 15 655 millioner kroner ved årsslutt 2017, en økning på 3 200 millioner kroner fra 2016. Oppside verdsettelsesusikkerhet har økt med 4 218 millioner kroner og er estimert til 17 674 millioner kroner ved utgangen av 2017. Økningen i verdsettelsesusikkerhet sammenlignet med 2016 skyldes hovedsakelig nye eiendomsinvesteringer.

Unotert eiendom

Endring i nøkkelforutsetninger kan ha en vesentlig effekt på verdsettelsen av eiendomsporteføljen. I sensitivitetsanalysen illustreres dette ved å benytte andre rimelige alternative forutsetninger for avkastningskrav og markedsleie. Analysen er basert på en statistisk relevant populasjon som er representativ for eiendomsporteføljen og reflekterer både fordelaktige og ufordelaktige endringer.

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 6,0 prosent (5,1 prosent i 2016) eller 12 969 millioner kroner. Under en fordelaktig endring vil en reduksjon i avkastningskrav på 0,2 prosentpoeng og en økning i fremtidige leieinntekter på 2 prosent øke eiendomsporteføljens verdi med 6,9 prosent (5,7 prosent i 2016) eller 14 988 millioner kroner. Endringen i sensitivitet sammenlignet med 2016 skyldes hovedsakelig økt størrelse og endret komposisjon av porteføljen.

Aksjer

Virkelig verdi av aksjer klassifisert som nivå 3 er sensitiv mot hvorvidt handel blir gjenopptatt og hvordan markedet har beveget seg siden handel ble suspendert, samt spesifikke faktorer knyttet til

hvert enkelt selskap, herunder finansiell situasjon og volatilitet.

Sensitivitet i absolutte tall har gått noe ned for aksjeporteføljen, i samsvar med beholdninger klassifisert som nivå 3. En liten nedgang i relativ sensitivitet for aksjeporteføljen sammenlignet med 2016 skyldes at flere aksjeholdninger med bindingstid nå er klassifisert som nivå 1 da restriksjonene er opphørt, samt den tidligere nevnte reduksjonen i beholdninger klassifisert som nivå 3.

Obligasjoner

Virkelig verdi av obligasjoner klassifisert som nivå 3 er sensitiv mot endringer i risikopremie og påslag for manglende likviditet, samt i tilfelle ved mislighold, hvorvidt noe vil bli utbetalt i fremtiden. Sensitivitetsanalyse utføres i noen tilfeller på den underliggende diskonteringsrenten og spredning mot diskonteringskurven.

Sensitivitet i virkelig verdi for obligasjoner er noe lavere enn for aksjer, spesielt for papirer med kortere løpetid. Økningen i sensitivitet i 2017 i absolutt verdi er i samsvar med økningen i beholdninger klassifisert som nivå 3.

6. KONTROLLMILJØ

Kontrollmiljøet for måling til virkelig verdi av finansielle instrumenter og investeringer i unotert eiendom er organisert rundt en formalisert og dokumentert verdsettelsespolicy samt retningslinjer som er støttet opp av arbeids- og kontrollprosedyrer. Policydokumentet fastsetter prinsipper for verdsettelse og angir behandling i Norges Bank Investment Managements verdivurderingskomité.

Verdsettelsesmiljøet er tilpasset i samsvar med markedsstandarder og etablert praksis for verdifastsettelse. I praksis er dette gjennomført i form av en daglig verdifastsettelse av alle beholdninger, med unntak for unoterte eiendomsinvesteringer hvor verdsettelsene gjøres kvartalsvis. Prosessene er

skalerbare i forhold til markedsendringer og basert på interne og eksterne dataløsninger.

Alle beholdninger og investeringer er som hovedregel verdsatt av eksterne, uavhengige prisleverandører. Disse er valgt på grunnlag av analyser foretatt av avdelingene som er ansvarlige for verdifastsettelsen.

Verdsettelsesleverandørene følges opp løpende gjennom regelmessig dialog, kontroller og forespørsler knyttet til priser på enkeltpapirer. For en stor andel av beholdningene er innhentede priser basert på priser som er direkte observerbare i markedet. For beholdninger hvor det ikke er tilstrekkelig likviditet til at verdsettelsen kan baseres på observerbare priser, anvendes anerkjente modeller. Her benyttes det så langt som mulig observerbare datapunkter, men i noen tilfeller er det grunnet manglende likviditet benyttet ikke-observerbare datapunkter.

På daglig basis er verdifastsettelsen gjenstand for flere kontroller i verdsettelsesavdelingene. Kontrollene er basert på definerte terskler og sensitiviteter,

som overvåkes og justeres i overensstemmelse med rådende markedsforhold. Ved månedsslutt for finansielle instrumenter og ved kvartalsslutt for unoterte eiendomsinvesteringer, blir det utført mer omfattende kontroller for å sikre at verdsettelsen er i tråd med virkelig verdi. I denne forbindelse gis det spesiell oppmerksomhet til illikvide finansielle instrumenter samt unoterte eiendomsinvesteringer, det vil si investeringer hvor det vurderes at det eksisterer verdsettelsesutfordringer. Illikvide instrumenter identifiseres ved hjelp av sektor og valuta, kredittvurderingsindikatorer, spredning mellom kjøps- og salgskurser og aktivitet i markedet.

Det utarbeides verdsettelsesnotater og rapporter ved hver kvartalsslutt som dokumenterer de utførte kontrollene og som beskriver de største kildene til usikkerhet i verdsettelsene.

Verdivurderingskomitéen, som inkluderer flere i ledergruppen i Norges Bank Investment Management, møtes hvert kvartal i forkant av fremleggelse av regnskapsrapporteringen. Komitéen behandler dokumentasjonen og større prisingsspørsmål, og godkjenner verdifastsettelsen.

Note 8 Risiko

FORVALTNINGSMANDAT FOR SPU

Se note 1 for en beskrivelse av rammeverket for forvaltning av SPU.

SPU skal søke å oppnå høyest mulig avkastning etter kostnader målt i valutakurven til faktisk referanseindeks, innenfor de rammer og krav som gjelder for forvaltningen. Finansdepartementets strategiske referanseindeks er fordelt på to aktivaklasser, aksjer og obligasjoner, med en allokering på 62,5 prosent til aksjer og 37,5 prosent til obligasjoner. Finansdepartementet har videre fastsatt en plan for opptrapping av den strategiske aksjeandelen til 70 prosent.

Referanseindeksen for aksjer er satt sammen etter markeds kapitalisering for aksjene i de land som inngår i indeksen. Referanseindeksen for obligasjoner angir en fast fordeling mellom statsobligasjoner og selskapsobligasjoner, hvor statsdelindeksen har en vekt på 70 prosent og selskapsdelindeksen har en vekt på 30 prosent. Valutafordelingen følger av disse vektingsprinsippene.

Fra og med januar 2017 er eiendomsinvesteringene ikke lenger definert av fondets referanseindeks. Fondets allokering til eiendom er regulert gjennom investeringsmandatet. Det er opp til Norges Bank å bestemme allokeringen til eiendom og hvordan den skal finansieres.

Fondet kan ikke investere i verdipapirer utstedt av norske foretak, verdipapirer utstedt i norske kroner og eiendom lokalisert i Norge. Fondet kan heller ikke investere i selskaper som er utelukket etter bestemmelsene i retningslinjer for observasjon og utelukkelse fra SPU.

NORGES BANKS STYRINGSSTRUKTUR

Hovedstyret i Norges Bank har delegert ansvaret for forvaltningen av SPU til leder for bankens område for kapitalforvaltning, Norges Bank Investment Management.

Leder i Norges Bank Investment Management er gitt fullmakter i form av en stillingsbeskrivelse og et investeringsmandat. Hovedstyret har vedtatt prinsipper for risikostyring, prinsipper for ansvarlige investeringer, og prinsipper for godtgjøring til ansatte i Norges Bank Investment Management. Internasjonalt anerkjente standarder legges til grunn innen verddivurdering og avkastningsmåling, samt styring, måling og kontroll av risiko. Rapportering til hovedstyret gjøres månedlig og mer utfyllende kvartalsvis. Sentralbanksjefen og hovedstyret gjøres oppmerksom på spesielle hendelser eller vesentlige forhold uten opphold.

STYRINGSSTRUKTUR

I Norges Bank Investment Management er investeringsansvaret delegert videre gjennom investeringsmandater. Ansvar for prosesser og personale er delegert gjennom stillingsbeskrivelser, mens krav til prosesser er detaljert gjennom reglement og retningslinjer. Sammensetningen av ledergruppen og delegeringen av myndighet skal sikre ansvarsdeling mellom investeringsområdene, verdipapirhandel, drift, risikostyring og etterlevelse og kontroll. Norges Bank Real Estate Management er organisert som en egen enhet med egen ledergruppe der leder for Norges Bank Real Estate Management rapporterer til leder for Norges Bank Investment Management.

Investeringsrisikokomiteén komplementerer delegeringen ved å gi råd om styring av investeringsrisiko, i tillegg til at investeringsuniverskomiteén gir råd om hvilket investeringsunivers porteføljen skal ha.

Krav til intern risikoreportering er gitt av leder i Norges Bank Investment Management i stillingsbeskrivelser innenfor risikoområdet. Rapportering til leder gjøres daglig, ukentlig og månedlig. Leder skal gjøres oppmerksom på spesielle hendelser eller alvorlige avvik fra investeringsmandatet uten opphold. Lignende rapporteringskrav er innarbeidet i Norges Bank Real Estate Management.

RAMMEVERK FOR INVESTERINGSRISIKO

I forvaltningsmandatet for SPU er det gitt flere rammer og begrensninger for den kombinerte aksje- og obligasjons aktivaklassen, samt innen hver aktivaklasse. Investeringer i unotert eiendom er omhandlet i investeringsmandatet med egne rammer for forvaltningen. Rammene understøtter hvordan en diversifisert eksponering mot unotert eiendom skal etableres og forvaltes.

Deling av roller og ansvar er et grunnprinsipp i utforming av prosesser i Norges Bank Investment Management. Endringer av investeringsmandater, porteføljehierarkiet eller nye motparter følges opp og krever godkjenning av Chief Risk Officer (CRO), eller den CRO har bemyndiget.

Hovedstyrets prinsipper for risikostyring er videre detaljert gjennom reglement og retningslinjer. Ansvar for effektive prosesser knyttet til risikostyring er delegert til CRO og Chief Compliance and Control Officer (CCO). Risikostyring knyttet til unoterte eiendomsinvesteringer er delegert til CRO og CCO i Norges Bank Real Estate Management.

Risikostyring er definert som styring av markedsrisiko, kredittrisiko, motpartsrisiko, operasjonell risiko og risiko relatert til miljømessige, sosiale og styringsmessige faktorer. De tre førstnevnte er definert som investeringsrisiko. I Norges Bank Investment Management har investeringsområdet ansvar for å styre risiko i porteføljen og i det enkelte mandat, mens risikostyringsområdene på uavhengig basis måler, styrer og rapporterer investeringsrisiko på tvers av portefølje, på aktivaklassenivå og andre nivåer som reflekterer investeringsprosessen. For

unotert eiendom er det krav til risikovurderinger i forkant av investeringer.

Investeringsrisiko – markedsrisiko

Norges Bank Investment Management definerer markedsrisiko som risiko for tap eller endring i markedsverdi for porteføljen eller deler av denne på grunn av endring i variabler i finansmarkedene og eiendomsverdier. Markedsrisiko for investeringsporteføljen, både absolutt og relativt til referanseindeksen, måles etter dimensjonene konsentrasjon, volatilitet og samvariasjonsrisiko, systematisk faktorrisiko og likviditetsrisiko. For unotert eiendom omfatter dette måling av andel eiendom under utvikling, utleiegrad, leietakerkonsentrasjon og geografisk konsentrasjon. Markedsrisiko tas aktivt for å generere avkastning i tråd med mål i investeringsmandatene.

Investeringsrisiko – kredittrisiko

Norges Bank Investment Management definerer kredittrisiko som risiko for tap som følge av at en utsteder av obligasjoner ikke oppfyller sine betalingsforpliktelser. Kredittrisiko blir målt både knyttet til enkeltutstedere der risikomålet tar hensyn til sannsynlighet for mislighold og tap ved mislighold, og kredittrisiko på porteføljenivå der risikomålet tar hensyn til samvariasjon mellom instrumenter og utstedere. Kredittrisiko tas aktivt for å generere avkastning i tråd med mål i investeringsmandatene.

Investeringsrisiko – motpartsrisiko

Norges Bank Investment Management definerer motpartsrisiko som risiko for tap knyttet til at en motpart går konkurs eller på annen måte ikke kan oppfylle sine forpliktelser. Motparter er nødvendige for å sikre effektiv likviditetsstyring og effektiv handel og styring av markeds- og kredittrisiko. Motpartsrisiko oppstår også ved utlån av verdipapirer og i forbindelse med forvaltningen av aksje- og obligasjonsporteføljen samt eiendomsporteføljen. Motpartsrisiko kontrolleres og begrenses i så stor grad som mulig, gitt investeringsstrategien.

Risikostyringsprosessen

Norges Bank Investment Management benytter flere målemetoder, prosesser og systemer for å kontrollere investeringsrisiko. Robuste anerkjente risikostyringssystemer og -prosesser komplementeres av internt utviklede målemetoder og prosesser.

MARKEDSRISIKO

Norges Bank Investment Management måler markedsrisiko både for den faktiske porteføljen og den relative markedsrisikoen for plasseringer for SPU.

Kontinuerlig overvåkning, måling og vurdering av markedsrisiko gjøres langs flere risikodimensjoner, og ved bruk av flere metoder og angrepsvinkler. Ved å kombinere forskjellige og utfyllende risikomål får man økt innsikt i risikoprofilen til plasseringene 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 aktivklasse, land og valuta

Aktivklasse	Marked	Markedsverdi i prosent per land og valuta ¹		Markedsverdi i prosent per aktivklasse		Eiendeler minus gjeld før forvaltningsgodtgjøring	
		31.12.2017	Marked	31.12.2016	31.12.2017	31.12.2016	31.12.2017
Aksjer	Utviklet	89,0	Utviklet	90,5			
	USA	35,4	USA	37,6			
	Storbritannia	9,7	Storbritannia	9,8			
	Japan	9,1	Japan	9,0			
	Tyskland	6,1	Tyskland	5,4			
	Frankrike	5,1	Frankrike	5,2			
	Sum andre	23,6	Sum andre	23,5			
	Fremvoksende	11,0	Fremvoksende	9,5			
	Kina	3,6	Kina	2,7			
	Taiwan	1,6	Taiwan	1,5			
	India	1,2	India	1,0			
	Brasil	0,9	Brasil	0,8			
	Sør-Afrika	0,7	Sør-Afrika	0,6			
	Sum andre	3,0	Sum andre	2,9			
Sum aksjer					66,60	62,47	5 653 440 4 691 863
Obligasjoner	Utviklet	90,5	Utviklet	87,6			
	Amerikanske dollar	44,9	Amerikanske dollar	43,7			
	Euro	25,8	Euro	25,3			
	Japanske yen	6,7	Japanske yen	5,9			
	Britiske pund	4,6	Britiske pund	4,6			
	Kanadiske dollar	3,2	Kanadiske dollar	3,0			
	Sum andre	5,3	Sum andre	5,1			
	Fremvoksende	9,5	Fremvoksende	12,4			
	Meksikanske peso	1,6	Meksikanske peso	1,9			
	Sørkoreanske won	1,4	Sørkoreanske won	1,7			
	Indonesiske rupiah	0,9	Indiske rupi	0,9			
	Indiske rupi	0,7	Polske zloty	0,8			
	Brasilianske real	0,7	Brasilianske real	0,8			
	Sum andre	4,1	Sum andre	6,3			
Sum obligasjoner					30,82	34,31	2 616 372 2 576 875
Unotert eiendom	USA	46,2	USA	46,0			
	Storbritannia	23,5	Storbritannia	23,0			
	Frankrike	16,6	Frankrike	14,6			
	Sveits	3,9	Tyskland	7,6			
	Tyskland	3,5	Sveits	3,6			
	Sum andre	6,3	Sum andre	5,2			
Sum unotert eiendom²					2,58	3,22	218 643 241 756

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

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

Ved utgangen av året var aksjeandelen i fondet 66,6 prosent. Dette er en oppgang på 4,1 prosentpoeng fra årsslutt 2016. Obligasjonsporteføljens andel av fondet har gått ned til 30,8 prosent ved årsslutt 2017, en reduksjon på 3,5 prosentpoeng fra årsslutt 2016. Denne endringen i aktivklasseallokering i 2017 var hovedsakelig som følge av bedre avkastning for aksjer enn obligasjoner. Unotert eiendoms andel av fondet var 2,6 prosent ved årsslutt 2017. I 2016 representerte aktivklassen eiendom 3,2 prosent av fondet. Reduksjonen på 0,6 prosent-

poeng skyldes hovedsakelig at børsnotert eiendom nå rapporteres som en del av aksjevekten etter en endring i forvaltningsmandatet gitt av Finansdepartementet. Unotert eiendoms andel av fondet økte med 0,1 prosentpoeng sammenlignet med årsslutt 2016.

Konsentrasjonsrisiko

SPU har vesentlige investeringer i obligasjoner utstedt av stater.

Tabell 8.2 viser de største beholdningene av obligasjoner utstedt av stater. Disse inkluderer statsobligasjoner utstedt i egen valuta, fremmed valuta og realrenteobligasjoner i egen valuta.

109

Tabell 8.2 Største beholdninger innenfor segmentet obligasjoner utstedt av stater

Beløp i millioner kroner	Markedsverdi 31.12.2017	Beløp i millioner kroner	Markedsverdi 31.12.2016
USA	607 651	USA	579 357
Japan	190 956	Japan	161 544
Tyskland	119 591	Tyskland	137 231
Storbritannia	70 061	Storbritannia	88 983
Frankrike	63 517	Mexico	54 214
Spania	48 221	Sør Korea	51 995
Mexico	46 036	Frankrike	49 121
Sør-Korea	45 425	Italia	43 339
Italia	42 150	Spania	34 926
Australia	34 860	India	30 695

Porteføljen er også investert i selskaper som utsteder både aksjer og obligasjoner. Tabell 8.3 viser porteføljens største beholdninger av utstedere utenom nasjonalstater, inkludert både obligasjonsbeholdninger og aksjebeholdninger. Obligasjoner med fortrinnsrett utstedt av finansinstitusjoner samt gjeld utstedt av andre underliggende selskaper er inkludert i obligasjonskolonnen.

Tabell 8.3 Største beholdninger utenom stat, både obligasjoner og aksjer

Beløp i millioner kroner, 31.12.2017	Sektor	Aksjer	Obligasjoner	Totalt
Apple Inc	Teknologi	66 029	8 122	74 152
Nestlé SA	Konsumvarer	51 040	1 895	52 935
Royal Dutch Shell Plc	Olje og gass	50 258	2 673	52 930
Microsoft Corp	Teknologi	47 549	2 155	49 704
Alphabet Inc	Teknologi	47 892	844	48 737
Bank of America Corp	Finans	25 546	17 002	42 548
Novartis AG	Helse	36 770	3 952	40 722
Amazon.com Inc	Konsumtjenester	36 579	3 428	40 006
JPMorgan Chase & Co	Finans	25 823	12 730	38 553
HSBC Holdings Plc	Finans	30 777	7 380	38 158

Beløp i millioner kroner, 31.12.2016	Sektor	Aksjer	Obligasjoner	Totalt
Nestlé SA	Konsumvarer	50 985	710	51 696
Apple Inc	Teknologi	44 965	4 648	49 613
Royal Dutch Shell Plc	Olje og gass	46 153	3 287	49 440
Bank of America Corp	Finans	18 153	20 291	38 444
JPMorgan Chase & Co	Finans	23 211	14 998	38 209
Microsoft Corp	Teknologi	34 665	2 947	37 612
Alphabet Inc	Teknologi	36 566	955	37 521
Novartis AG	Helse	32 349	2 675	35 024
Roche Holding AG	Helse	32 896	2 110	35 005
Kreditanstalt für Wiederaufbau	Statsrelatert	-	34 529	34 529

Tabell 8.4 viser sektorfordelingen for aktivklassen unotert eiendom. Etter endring i forvaltningsmandat gitt av Finansdepartementet, er de børsnoterte eiendomsinvesteringene nå en del av aksjeinvesteringene.

Tabell 8.4 Fordeling av unoterte eiendomsinvesteringer per sektor, prosent

Sektor	31.12.2017	31.12.2016
Kontor	58,2	63,6
Handel	19,4	12,0
Logistikk	21,2	22,2
Annet	1,1	2,2
Totalt	100,0	100,0

Volatilitet og samvariasjonsrisiko

Norges Bank Investment Management benytter modeller for å kvantifisere risiko for svingninger i verdi knyttet til hele eller deler av porteføljen. Volatilitet er et standard risikomål basert på det statistiske målet standardavvik, som hensyntar samvariasjon mellom porteføljens ulike investeringer. Risikomålet gir et estimat på hvor mye man kan forvente at porteføljens verdi endres eller svinger i løpet av et år basert på markedsforhold over de siste tre årene. I to av tre år forventes porteføljens avkastning å være lavere enn det spesifikke måltallet og høyere enn den negative verdien til måltallet. Forventet volatilitet kan uttrykkes i form av porteføljens absolutte eller relative risiko. Norges Bank Investment Management benytter samme modell både for porteføljrisiko og relativ volatilitet.

Forvaltningsmandatet fastsatt av Finansdepartementet ble endret fra 1. januar 2017. Alle fondets investeringer, inkludert unoterte eiendomsinvesteringer, er nå inkludert i beregning av forventet relativ volatilitet, og måles mot fondets referanseindeks som består av globale aksje- og verdipapirindekser. Grensen for forventet relativ volatilitet for fondet, nå inkludert unotert eiendom, er fortsatt på 1,25 prosentpoeng.

MSCI sin Barra Private Real Estate 2 (PRE2) modell brukes til å beregne markedsrisikoen for fondets unoterte eiendomsinvesteringer. Som et generelt modelleringsproblem finnes det kun få eller ingen historiske priser på enkelteiendommer. Datakilder som er tilgjengelige og kan brukes som tilnærminger for prising av unoterte eiendomsinvesteringer omfatter avkastningstidsserier fra børsnoterte eiendomsselskaper (REITs) og takstbaserte indekser. Risikomodellen fra MSCI bruker tidsserier for verditakster og faktiske transaksjoner som utgangspunkt, men inkluderer også noterte eiendomsaksjer for å etablere representative tidsserier for unotert eiendom. Denne hybridmodellen kalibreres mot markedsdata for hver beliggenhet og type eiendom, og konstruerer syntetiske tidsserier for avkastning på risikofaktorer med daglig frekvens. Hovedrisikoelementene fra å være eksponert mot disse risikofaktorene er valutarisiko, varians og korrelasjon av verditaksttidsseriene på tvers av beliggenhet og type eiendom, og via tidsserier fra børsnoterte eiendomsinvesteringer, korrelasjon mot aksje- og rentemarkedene. MSCI sin risikomodell bruker så disse faktorene for unoterte eiendomsinvesteringer på samme måte som ordinære aksje- og renterisikofaktorer for å beregne forventet absolutt og relativ volatilitet, samt forventet ekstremavviksrisiko for fondets investeringer.

BEREGNING AV FORVENTET VOLATILITET

Forventet volatilitet til porteføljen, og relativ til dens referanseindeks, estimeres ved bruk av en parametrisert beregningsmetode basert på dagens investeringer. Modellen vektet ukentlige avkastningsdata likt over en estimeringsperiode på tre år.

Tabell 8.5 og 8.6 presenterer risiko både i form av porteføljens absolutte risiko og i form av den relative risikoen.

Tabell 8.5 Porteføljrisiko, forventet volatilitet, prosent

	Forventet volatilitet, faktisk portefølje							
	31.12.2017	Min 2017	Maks 2017	Snitt 2017	31.12.2016	Min 2016	Maks 2016	Snitt 2016
Porteføljen	10,8	10,7	11,2	11,0	10,6	10,2	10,7	10,5
Aksjer	13,6	13,6	14,1	14,0	14,0	12,9	14,1	13,7
Obligasjoner	9,4	9,4	9,8	9,7	9,7	9,6	10,3	10,0
Unotert eiendom ¹	12,0	11,9	12,7	12,5				

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

Tabell 8.6 Relativ risiko målt mot referanseindeksene til fondet, forventet relativ volatilitet, basispunkter

	Forventet relativ volatilitet							
	31.12.2017	Min 2017	Maks 2017	Snitt 2017	31.12.2016	Min 2016	Maks 2016	Snitt 2016
Porteføljen ¹	33	31	35	33	34			
Aksje- og obligasjonsporteføljen					28	26	29	28

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

Risiko målt ved forventet volatilitet viser en forventet årlig verdisvingning i fondet på 10,8 prosent, eller om lag 920 milliarder kroner, ved utgangen av 2017, mot 10,6 prosent ved årsslutt 2016. Aksjeinvesteringenes forventede volatilitet var 13,6 prosent ved årsslutt, ned fra 14,0 prosent ved utgangen av 2016, mens forventet volatilitet for renteinvesteringene var 9,4 prosent, ned fra 9,7 prosent ved årsslutt 2016. Økningen i fondets forventede volatilitet i 2017 skyldes hovedsakelig den økte vekten av aksjer i porteføljen.

Mandatet for SPU angir at forventet relativ volatilitet for fondet, inkludert unotert eiendom, ikke skal overstige 1,25 prosentpoeng. Målingen av risiko og oppfølgingen av rammen blir gjort basert på risikomodellen beskrevet ovenfor. Fondets forventede relative volatilitet har økt til 33 basispunkter ved utgangen av året fra 28 basispunkter ved årsslutt

2016, hovedsakelig som følge av at unotert eiendom nå er inkludert i volatilitetsberegningene.

I tillegg til bruk av nevnte modell, brukes andre risikomodeller som i større grad hensyntar den siste tids markedsdynamikk og modeller som måler hale-risiko.

Forventet ekstremavviksrisiko er et halerisikomål som måler forventet tap i ekstreme markedssituasjoner. Ekstremavviksrisikomålet gir et estimat på det forventede årlige tapet for et gitt konfidensnivå. Ved bruk av historiske simuleringer beregnes relative avkastninger på dagens portefølje og referanseindeks på ukentlig basis over de siste ti år. Ekstremavviksrisikoen ved 97,5 prosent konfidensnivå er da gitt ved den annualiserte gjennomsnittlige relative avkastningen målt i valutakurven for de 2,5 prosent verste ukene.

BEREGNING AV FORVENTET EKSTREMAVVIKSRISIKO

Forventet ekstremavviksrisiko for porteføljen målt mot dens referanseindeks estimeres ved historiske simuleringer basert på dagens investeringer. Modellen vekter ukentlige avkastninger likt over en estimeringsperiode på ti år, for at måltallet skal kunne fange opp ekstreme markedsbevegelser. Et konfidensnivå på 97,5 prosent legges til grunn for beregningene.

Hovedstyret har fastsatt at fondet skal forvaltes slik at den årlige ekstremavviksrisikoen ikke skal overstige 3,75 prosentpoeng. Ekstremavviksrisikoen blir målt og fulgt opp basert på risikomodellen beskrevet ovenfor. Ved utgangen av året var ekstremavviksrisikoen 1,49 prosentpoeng, sammenlignet med 0,87 prosentpoeng ved årsslutt 2016. Økningen skyldes for det meste at unotert eiendom er inkludert i risikomålingen fra og med 1. januar 2017.

Styrker og svakheter

Styrken ved denne typen risikomodeller er at man kan estimere risiko knyttet til en portefølje på tvers

av forskjellige aktivaklasser, markeder, valutaer, verdipapirbeholdninger og derivater, og uttrykke risikoen gjennom ett enkelt tall som hensyntar samvariasjon mellom de forskjellige aktivaklassene, verdipapirene og risikofaktorene.

De modellbaserte risikoestimatene bruker historiske sammenhenger i markedene og er forventet å ha gode prognoseevner i markeder uten nevneverdige endringer i volatiliteter og samvariasjon. Estimaten er mindre pålitelige i perioder med vesentlige endringer i volatiliteter og samvariasjon. Beregnet volatilitet gir et punkt estimat på risiko, og sier lite

om den samlede risikoprofilen og eventuell hale- risiko. Annualisering innebærer at det antas at volatilitet og porteføljesammensetning er konstant over tid. For å veie opp for disse svakhetene benyttes komplementære modeller og metoder, som stresstester, og analyse av konsentrasjonsrisiko og realisert avkastning.

Etterprøving av modeller

Risikomodeller brukt til å estimere og kontrollere investeringsrisiko blir jevnlig vurdert og etterprøvd for evne til å estimere risiko. Investeringsporteføljen og investeringsuniversets spesielle karakteristikk,

samt SPUs lange investeringshorisont blir hensyntatt i vurderingene av modellene.

KREDITTRISIKO

Kredittrisiko er risiko for tap som følge av at utstedere av renteinstrumenter ikke oppfyller sine betalingsforpliktelser. Renteinstrumenter i porteføljens referanseindeks er alle kredittvurdert til å inneha lav kredittrisiko av ett av de store kredittvurderingsbyråene. Investeringer i obligasjoner gjøres basert på egne vurderinger med hensyn til forventet avkastning og risikoprofil.

Tabell 8.7 Obligasjonsporteføljen fordelt etter kredittvurdering

Beløp i millioner kroner, 31.12.2017	AAA	AA	A	BBB	Lavere vurdering	Totalt
Statsobligasjoner	724 614	214 529	292 828	174 394	52 463	1 458 828
Statsrelaterte obligasjoner	141 463	119 116	44 171	10 719	1 318	316 787
Realrenteobligasjoner	112 634	8 131	3 038	7 322	-	131 125
Selskapsobligasjoner	5 988	54 763	241 644	316 896	12 666	631 957
Pantesikrede obligasjoner	112 106	15 977	2 961	1 598	-	132 642
Sum obligasjoner	1 096 805	412 516	584 642	510 929	66 447	2 671 338

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

I løpet av 2017 ble andelen av investeringene i statsrelaterte obligasjoner og pantesikrede obligasjoner redusert, samtidig som beholdningen av europeiske og amerikanske selskapsobligasjoner økte. Stats- og statsrelaterte obligasjoner, inkludert realrenteobligasjoner, utgjorde ved årets slutt 71,4 prosent av obligasjonsporteføljen sammenlignet med 72,4 prosent ved årsslutt 2016, mens selskapsobligasjoner økte til 23,7 prosent av obligasjonsporteføljen ved utgangen av 2017 fra 22,1 prosent ved årsslutt 2016.

Andelen av beholdningen av *Lavere vurdering* økte til 2,5 prosent av obligasjonsporteføljen ved årsslutt 2017, sammenlignet med 2,2 prosent ved årsslutt 2016. Dette skyldtes i stor grad nedgraderingen av Sør-Afrika til denne kategorien som følge av lavere vekstutsikter og svekkelse av finanspolitikken.

Beholdningen av AAA obligasjoner var relativt stabil gjennom året og var 41,1 prosent av obligasjonsporteføljen ved utgangen av 2017, uendret fra årsslutt 2016. AA beholdningen ble redusert til 15,4 prosent ved slutten av 2017 sammenlignet med 18,0 prosent ved årsslutt 2016. Beholdningen av A obligasjoner økte til 21,9 prosent ved årsslutt 2017 fra 19,9 prosent ved årsslutt 2016. Misligholdte obligasjoner hadde en markedsverdi på 109 millioner kroner ved årsslutt 2017, ned fra 164 millioner kroner ved årsslutt 2016. Den nominelle størrelsen av misligholdte obligasjoner var 14,9 milliarder kroner ved utgangen av 2017, sammenlignet med 15,2 milliarder kroner ved årsslutt 2016. Misligholdte obligasjoner er gruppert under *Lavere vurdering*. Obligasjonsporteføljens kredittkvalitet ble totalt sett noe svekket i løpet av året.

Tabell 8.8 Obligasjonsporteføljen fordelt på kredittvurdering og valuta, i prosent

31.12.2017	AAA	AA	A	BBB	Lavere vurdering	Totalt
Amerikanske dollar	24,5	2,2	7,0	8,5	0,4	42,6
Euro	9,8	6,6	2,9	6,4	0,2	25,8
Japanske yen	-	-	7,6	-	-	7,6
Britiske pund	0,2	2,9	0,6	0,8	-	4,5
Kanadiske dollar	2,1	1,0	0,5	0,2	-	3,7
Andre valutaer	4,4	2,6	3,4	3,3	2,0	15,7
Totalt	41,1	15,4	21,9	19,1	2,5	100,0

31.12.2016	AAA	AA	A	BBB	Lavere vurdering	Totalt
Amerikanske dollar	23,8	2,8	6,6	8,6	0,3	42,1
Euro	11,0	6,2	2,2	5,1	0,2	24,7
Japanske yen	-	-	6,6	-	-	6,6
Britiske pund	0,3	3,7	0,4	0,7	-	5,1
Kanadiske dollar	1,6	1,1	0,3	0,3	-	3,3
Andre valutaer	4,4	4,2	3,8	4,1	1,6	18,1
Totalt	41,1	18,0	19,9	18,8	2,2	100,0

Ved årsslutt 2017 var det ingen kredittderivater i porteføljen.

I tillegg til kredittvurderinger fra kredittvurderingsbyråer komplementeres måling av kreditt risiko med kreditt risikomodeller, hvorav den ene er basert på kredittvurderinger og den andre er basert på observerbare kreditt påslag. Begge disse metodene tar også hensyn til samvariasjon og forventet verdi av obligasjonene i en konkurssituasjon. Modellene benyttes til risikomåling og overvåkning av kreditt risiko i renteporteføljen.

Motpartsrisiko

Motparter er nødvendige for å handle i markedene og for å sikre effektiv styring av likviditets-, markeds- og kreditt risiko. Eksponering for motpartsrisiko er knyttet til handel i ikke-børsnoterte derivater og valutakontrakter, avregnede ikke-børsnoterte og børsnoterte derivater, gjenkjøps- og gjensalgssavtaler, verdipapirutlån, verdipapirer stilt som sikkerhet ved derivathandel og deltagelses sertifikater. Motpartsrisiko oppstår også i forbindelse med usikrede bankinnskudd. Slik motpartsrisiko oppstår blant annet i forbindelse med den daglige likviditetsstyringen i fondet og i forbindelse med kjøp og salg av unotert eiendom. Det er videre eksponering for motpartsrisiko knyttet til motparter i de internasjonale oppgjørs- og depot-systemene der transaksjoner gjøres opp. Dette kan forekomme både ved valutahandel og ved kjøp og salg av verdipapirer. Oppgjørsrisiko og eksponering fra handel med lang oppgjørstid defineres også som motpartsrisiko.

Flere motparter benyttes for å redusere konsentrasjon og det er satt strenge krav til motpartenes kredittkvalitet. Krav til kredittverdighet er generelt høyere for motparter til usikrede bankinnskudd enn der det stilles sikkerhet. Endringer i motparters kredittkvalitet følges opp løpende.

For å redusere motpartsrisiko benyttes motregningsavtaler for handler i ikke-børsnoterte derivater, valutakontrakter og gjenkjøps- og gjensalgssavtaler. Ytterligere reduksjon av motpartsrisiko sikres ved krav om sikkerhetsstillelse for positiv markedsverdi av nettoposisjonen mot motparten. For instrumenter hvor det stilles sikkerhet er det satt minimumskrav, blant annet til sikkerhetens kredittkvalitet, løpetid og konsentrasjon. Avtaler om motregning og sikkerhetsstillelse er inngått for samtlige motparter godkjent for denne type handler.

Det blir også stilt krav til hvordan eiendomstransaksjoner skal gjennomføres. Motpartsrisikoen som oppstår blir analysert i forkant av at transaksjonen gjennomføres og krever godkjennelse av CRO. For 2017 ble 11 transaksjoner godkjent av CRO gjennom denne prosessen.

Motpartsrisiko begrenses også ved at det er satt rammer for eksponering mot enkeltmotparter. Eksponering per motpart blir målt på daglig basis mot fastsatte rammer satt av hovedstyret og leder av Norges Bank Investment Management.

Metodene benyttet for å beregne motpartsrisiko er i henhold til internasjonalt anerkjente standarder. I all hovedsak er det Baselregelverket for banker som er benyttet for måling av motpartsrisiko, med noen tilpasninger basert på interne analyser. Risiko-modellen beregner forventet motpartseksponering ved konkurs for en motpart. For ikke-børsnoterte derivater og valutakontrakter benyttes markedsverdimetoden i Baselregelverket. For hver kontrakt beregnes markedsverdien og en sats for fremtidig forventet eksponering. Motregningsavtaler og sikkerhet blir hensyntatt i beregningen av netto eksponering.

For gjenkjøpsavtaler, verdipapirutlån gjennom ekstern agent og verdipapirer stilt som sikkerhet ved derivathandel, benyttes en metode der det legges til et påslag på markedsverdi for å ta hensyn til volatiliteten i posisjonene. For disse posisjonene er det også justert for motregning og faktisk mottatt og stilt sikkerhet i beregning av netto eksponering.

Eksponering for motpartsrisiko er knyttet til motparter i oppgjørs- og depotsystemene, både ved valutahandel og ved kjøp og salg av verdipapirer. For de aller fleste valutahandler er oppgjørsrisiko lav. Ved å benytte valutaoppgjørssystemet CLS (Continuous Linked Settlement) eller ved å handle direkte med oppgjørsbanken reduseres oppgjørsrisikoen. I enkelte valutaer er Norges Bank utsatt for oppgjørsrisiko da solgt valuta blir levert til motparten før kjøpt valuta er bekreftet mottatt. I tabell

8.9 inngår denne eksponeringen på linjen *Ikke-børsnoterte derivater inklusiv valutakontrakter*.

Norges Bank Investment Management investerer også i saudiarabiske deltagelsessertifikater, som er instrumenter utstedt av registrerte utenlandske institusjonelle investorer til internasjonale investorer. Dette instrumentet gir motpartsrisiko mot utsteder av sertifikatet.

I tabell 8.9 er eksponeringen brutt ned etter type aktivitet/instrumenttype forbundet med motpartsrisiko.

Total motpartsrisiko målt ved både brutto og netto risikoeksponering økte i 2017. Netto risikoeksponering økte med 4,9 milliarder kroner til 118,0 milliarder kroner, mens brutto eksponeringen økte med 3,5 milliarder kroner til 123,8 milliarder kroner.

Økningen skyldes i hovedsak økt risikoeksponering fra verdipapirutlån, saudiarabiske deltagelsessertifikater samt gjenkjøps- og gjensalgavtaler. Netto risikoeksponering fra verdipapirutlån økte til 71,2 milliarder kroner ved årsslutt 2017, fra 64,0 milliarder kroner ved årsslutt 2016 og utgjør nå 60,3 prosent av den totale netto risikoeksponeringen til fondet. Gjennom verdipapirutlånsprogrammet lånes det ut både obligasjoner og aksjer, hvor obligasjonsandelen var 51 prosent ved årsslutt. Eksponering fra usikrede bankinnskudd ble redusert med 6,6 milliarder kroner til 14,0 milliarder kroner ved årsslutt 2017.

Tabell 8.9 Motpartsrisiko per type posisjon

Beløp i millioner kroner, 31.12.2017	Brutto eksponering	Motregnings-effekter	Sikkerheter og garantier	Netto eksponering
Verdipapirlån	72 275	-	1 125	71 150
Usikrede bankinnskudd ¹	14 008	-	-	14 008
Ikke-børsnoterte derivater inklusiv valutakontrakter	16 937	5 254	-1 293	12 976
Avregnede ikke-børsnoterte og børsnoterte derivater ²	9 856	1 443	140	8 272
Deltagessertifikater	6 802	-	-	6 802
Gjenkjøps- og gjensalgsvtaler	3 802	428	-1 288	4 662
Oppgjørsrisiko på motpart og transaksjoner med lang oppgjørstid	119	-	-	119
Totalt	123 799	7 126	-1 316	117 989

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

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

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

Linjen *Ikke-børsnoterte derivater inklusiv valuta-* kontrakter i tabellen består av valutaderivater,

aksjederivater (ekskludert deltagessertifikater) og rentebytteavtaler.

Norges Banks motparter har en kredittvurdering fra uavhengige kredittvurderingsbyråer. Kun i tilfeller hvor motpartsrisikoen er mot en sentral motpart, eller motpartsrisikoen regnes som lav, kan en intern

kredittvurdering benyttes som grunnlag for godkjenning av en motpart. Kredittvurderingen for motparter overvåkes og komplementeres av alternative kredittrisikoinndikatorer.

Tabell 8.10 viser godkjente motparter klassifisert i forhold til kredittvurderingskategori ved årsslutt 2017. Tabellen inkluderer også meglerhus, som brukes ved kjøp og salg av verdipapirer.

Tabell 8.10 Motparter fordelt på kredittvurdering¹

	Norges Banks motparter (ikke meglerhus)		Meglerhus	
	31.12.2017	31.12.2016	31.12.2017	31.12.2016
AAA	-	-	-	-
AA	30	30	30	28
A	63	58	77	72
BBB	11	15	16	24
BB	1	1	16	11
B	-	-	15	18
Totalt	105	104	154	153

¹ Tabellen viser antall juridiske enheter og samme juridiske enhet kan inngå både i gruppen meglerhus og motparter.

Antall motparter har holdt seg stabilt i løpet av året. Det var 105 motparter ved årsslutt 2017 mot 104 ved årsslutt 2016. Antall meglerhus har økt til 154 ved årsslutt 2017 fra 153 ved årsslutt 2016. Det var en forbedring i kredittfordistribusjonen av meglerhus og motparter i løpet av året.

BELÅNING

Belåning kan benyttes for å sikre effektiv forvaltning av investeringene innenfor aksje- og obligasjonsporteføljene, men ikke med sikte på å øke den økonomiske eksponeringen mot risikable aktiva. Bruken er her regulert både i forvaltningsmandatet fra Finansdepartementet og i investeringsmandatet fra hovedstyret i Norges Bank til Norges Bank Investment Management. Belåning er forskjellen mellom total netto eksponering og markedsverdi for porteføljen. Netto eksponering fastsettes ved at verdipapirer inngår med markedsverdi, kontanter til pålydende og posisjoner i finansielle derivater ved at

de konverteres til eksponering mot underliggende risikable aktiva. Når eksponeringen er større enn porteføljens markedsverdi er porteføljen belånt.

SPUs belåning var 0,7 prosent for den aggregerte aksje- og obligasjonsporteføljen ved utgangen av 2017, sammenlignet med 0,9 prosent ved utgangen av 2016. For eiendomsporteføljen er det satt krav i forvaltningsmandatet fra hovedstyret i Norges Bank om en maksimal gjeldsgrad for porteføljen på 35 prosent. Eiendomsporteføljen hadde ved utgangen av 2017 en gjeldsgrad på 7,1 prosent.

SALG AV VERDIPAPIRER NORGES BANK IKKE EIER

Salg av verdipapirer Norges Bank ikke eier kan kun benyttes dersom det er etablerte låneordninger for å dekke inn en negativ posisjon. Slike transaksjoner benyttes i liten grad og ved utgangen av 2017 var det ikke solgt verdipapirer på denne måten.

Note 9 Skatt

REGNSKAPSPRINSIPP

Norges Bank er unntatt skatteplikt for sin virksomhet i Norge, men er skattepliktig i flere utenlandske markeder. *Skattekostnad* i resultatregnskapet omfatter inntektsskatt som ikke blir refundert gjennom lokale skattelover eller skatteavtaler, og består av skatt på utbytte, renteinntekter og gevinster relatert til investeringer i *Aksjer* og *Obligasjoner*, samt skatt på honorar mottatt for *Utlån med sikkerhetsstillelse*. Denne skatten blir i hovedsak krevd inn ved kilden.

Kildeskatt, etter fratrukk for refunderbart beløp, innregnes samtidig som det relaterte utbyttet eller renteinntekten. Se regnskapsprinsipp i note 4 *Inntekt/kostnad fra aksjer, obligasjoner og finansielle derivater*. Refunderbar kildeskatt innregnes i balansen som en fordring under *Andre eiendeler*.

Annen inntektsskatt, som ikke kreves inn ved kilden, innregnes i resultatregnskapet samtidig som den relaterte inntekten eller gevinsten. Betalbar skatt innregnes som en forpliktelse i balansen under *Annen gjeld*, frem til den blir oppgjort.

Skatt som påløper i datterselskaper inkludert i balanselinjen *Unotert eiendom*, innregnes i resultatregnskapet som *Inntekt/kostnad fra unotert eiendom*. Det er kun skattekostnad i konsoliderte datterselskaper som inngår i resultatlinjen *Skattekostnad*, dette er spesifisert i tabell 9.1 i linjen *Annet*.

Alle usikre skatteposisjoner, som for eksempel omstridte refusjonsbeløp av kildeskatt og betalbar skatt posisjoner i et begrenset antall skatteregimer, blir vurdert hver rapporteringsperiode. Beste estimat for sannsynlig refusjon eller betaling blir innregnet i balansen.



Tabell 9.1 viser skattekostnader fordelt på type investering og type skatt.

Tabell 9.1 Spesifikasjon skattekostnad

Beløp i millioner kroner, 2017	Brutto inntekt før skatt	Inntektskatt på utbytte, renter og honorar	Gevinstbeskatning	Annet	Skattekostnad	Netto inntekt etter skatt
Inntekt/kostnad fra:						
Aksjer	933 501	-4 512	-153	-	-4 665	928 836
Obligasjoner	81 410	-52	-16	-	-68	81 342
Utlån med sikkerhetsstillelse	3 532	-55	-	-	-55	3 477
Annet	-	-	-	-8	-8	-
Skattekostnad		-4 619	-169	-8	-4 796	

Beløp i millioner kroner, 2016	Brutto inntekt før skatt	Inntektskatt på utbytte, renter og honorar	Gevinstbeskatning	Annet	Skattekostnad	Netto inntekt etter skatt
Inntekt/kostnad fra:						
Aksjer	342 813	-3 887	-18	-	-3 905	338 908
Obligasjoner	100 250	-62	-27	-	-89	100 161
Utlån med sikkerhetsstillelse	4 013	-67	-	-	-67	3 946
Annet	-	-	-	-	-	-
Skattekostnad		-4 016	-45	-	-4 061	

Ved utgangen av 2017 var 2 589 millioner kroner innregnet i balansen som fordring knyttet til refundert kildeskatt, en økning fra 600 millioner kroner

ved utgangen av 2016. Ved årsslutt 2017 og 2016 hadde SPU ingen gjeld knyttet til betalbar skatt.

Note 10 Gevinst/tap valuta

Fondet investerer i internasjonale verdipapirer i utenlandsk valuta. Den funksjonelle valutaen er norske kroner. Valutakursen på transaksjonstidspunktet benyttes ved regnskapsføring av transaksjoner i utenlandsk valuta. Eiendeler og gjeld i utenlandsk valuta omregnes til norske kroner med valutakurser på balansedagen.

I resultatregnskapet er valutaelementet knyttet til realiserte og urealiserte gevinster og tap på eiendeler og gjeld skilt ut og presentert på en egen linje, *Gevinst/tap valuta*. Periodens valutakursregulering estimeres basert på opprinnelig kostpris i valuta og endring i valutakurser mellom balansedagen og kjøpstidspunktet, eller forrige balansedag for finansielle instrumenter kjøpt i tidligere perioder. Ved realisasjon legges valutakursen på transaksjonstidspunktet til grunn.

VESENTLIGE ESTIMATER

Gvinster og tap på verdipapirer og finansielle derivater er basert på endringer i verdipapiret/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.

Valutaelement

Urealisert gevinst/tap som skyldes endringer i valutakurs beregnes basert på beholdningens kostpris i utenlandsk valuta og endringen i valutakurs fra kjøpstidspunktet til balansedagen. Dersom beholdningen er anskaffet i en tidligere periode, vil gevinst/tap for tidligere perioder som allerede er resultatført trekkes fra for å komme frem til periodens gevinst/tap. Tilsvarende benyttes valutakurs på salgstidspunktet i stedet for balansedagens valutakurs, for realiserte gevinster og tap, og tidligere resultatført urealisert gevinst/tap for beholdningen reverseres i gjeldende periode.

Verdipapirelement

Urealiserte gevinster og tap som skyldes endringer i verdipapirets kurs beregnes basert på endring i verdipapirets kurs fra kjøpstidspunktet til balansedagen og balansedagens valutakurs. Gevinster og tap resultatført i tidligere perioder trekkes fra for å komme frem til periodens gevinst/tap fra endringer i verdipapirkurser. Realiserte gevinster og tap fra endringer i verdipapirkurser baseres på prisen beholdningen blir solgt til, i motsetning til balansedagens kurs, og tidligere resultatførte urealiserte gevinster og tap reverseres.

Fondets markedsverdi i norske kroner påvirkes av endringer i valutakurser. Se tabell 8.1 i note 8 *Risiko* for en oversikt over fordeling av SPUs investeringer

per aktivaklasse, land og valuta. Endringen i fondets markedsverdi som skyldes endringer i valutakurs er presentert i tabell 10.1.

Tabell 10.1 Spesifikasjon Gevinst/tap valuta

Beløp i millioner kroner	2017	2016
Gevinst/tap valuta – USD/NOK	-126 868	-17 535
Gevinst/tap valuta – EUR/NOK	111 425	-76 762
Gevinst/tap valuta – JPY/NOK	-8 367	2 459
Gevinst/tap valuta – GBP/NOK	20 745	-114 266
Gevinst/tap valuta – andre	17 766	-99 995
Gevinst/tap valuta	14 701	-306 099

123

Tabell 10.2 gir en oversikt over balansedagens valutakurs for de viktigste valutaene SPU er eksponert mot.

Tabell 10.2 Valutakurser

	31.12.2017	31.12.2016	Prosent endring
Amerikanske dollar	8,18	8,61	-5 %
Euro	9,82	9,08	8 %
Japanske yen	0,07	0,07	-2 %
Britiske pund	11,06	10,64	4 %

Fondets avkastning måles primært i fondets valutakurv som er en vektet sammensetning av valutaene i fondets referanseindeks for aksjer og obligasjoner.

Fondets markedsverdi i norske kroner påvirkes av endringer i valutakurser, men det har ingen betydning for fondets internasjonale kjøpekraft.

Note 11 Forvaltningskostnader

REGNSKAPSPRINSIPP

Forvaltningsgodtgjøringen belastes resultatregnskapet til SPU som en kostnad etter hvert som den påløper, men blir først gjort opp i påfølgende år. Skyldig forvaltningsgodtgjøring er en finansiell gjeld som klassifiseres som lån og måles til amortisert kost.

Avkastningsavhengige honorarer til eksterne forvaltere er basert på oppnådd meravkastning i forhold til en referanseindeks over tid. Avsetning for avkastningsavhengige honorarer er basert på beste estimat på påløpte honorarer som skal utbetales. Endringen i beste estimat i regnskapsperioden resultatføres.



Forvaltningskostnader omfatter alle kostnader ved forvaltning av investeringsporteføljen. Disse påløper i hovedsak i Norges Bank, i tillegg til 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 tilsvarer 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 11.1.

Tabell 11.1 Forvaltningsgodtgjøring

Beløp i millioner kroner	2017		2016	
		Basis- punkter		Basis- punkter
Lønn, arbeidsgiveravgift og andre personalkostnader	1 325		1 177	
Kostnader til depot	404		379	
IT-tjenester, systemer, data og informasjon	657		649	
Analyse, konsulent og juridiske tjenester	252		261	
Øvrige kostnader	251		244	
Fordelte kostnader Norges Bank	161		161	
Faste honorarer til eksterne forvaltere	755		638	
Forvaltningsgodtgjøring eksklusive avkastningsavhengige honorarer	3 804	4,8	3 509	4,9
Avkastningsavhengige honorarer til eksterne forvaltere	924		222	
Forvaltningsgodtgjøring	4 728	6,0	3 731	5,2

FORVALTNINGSKOSTNADER I DATTERSELSKAPER

Forvaltningskostnader som påløper i datterselskaper består av kostnader knyttet til forvaltningen av den unoterte eiendomsporteføljen. Disse kostnadene blir belastet porteføljerisultatet 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 *Andre kostnader*, og er spesifisert i tabell 11.2.

Tabell 11.2 Forvaltningskostnader datterselskaper eiendom

Beløp i millioner kroner	2017	2016
Lønn, arbeidsgiveravgift og andre personalkostnader	33	27
IT-tjenester, systemer, data og informasjon	42	36
Analyse, konsulent og juridiske tjenester	23	19
Øvrige kostnader	17	18
Sum forvaltningskostnader datterselskaper eiendom	116	100
<i>Herav forvaltningskostnader ikke-konsoliderte datterselskaper</i>	<i>97</i>	<i>81</i>
<i>Herav forvaltningskostnader konsoliderte datterselskaper</i>	<i>19</i>	<i>19</i>

ØVRE RAMME FOR DEKNING AV FORVALTNINGSKOSTNADER

Finansdepartementet har fastsatt en øvre ramme for dekning av forvaltningskostnader, og Norges Bank godtgjøres kun for påløpte kostnader innenfor denne rammen. I tillegg dekkes avkastningsavhengige honorarer til eksterne forvaltere utenfor den fastsatte rammen.

Summen av forvaltningskostnader som påløper i Norges Bank og i datterselskaper, eksklusiv avkastningsavhengige honorarer til eksterne forvaltere, er for 2017 begrenset oppad til 7,5 basispunkter av gjennomsnittlig kapital under forvaltning. I henhold til retningslinjer fra Finansdepartementet, er gjennomsnittlig kapital under forvaltning beregnet basert på markedsverdien til fondets portefølje i norske kroner ved inngangen til hver måned i kalenderåret.

Samlede forvaltningskostnader som måles mot den øvre kostnadsrammen utgjør 3 920 millioner kroner i 2017. Dette består av 3 804 millioner kroner i forvaltningskostnader i Norges Bank eksklusive avkastningsavhengige honorarer til eksterne forvaltere og 116 millioner kroner i forvaltningskostnader i datterselskaper. Dette tilsvarer 5,0 basispunkter av forvaltet kapital på årsbasis.

Samlede forvaltningskostnader inklusive avkastningsavhengige honorarer til eksterne forvaltere utgjør 4 844 millioner kroner i 2017. Dette tilsvarer 6,2 basispunkter av forvaltet kapital på årsbasis.

ANDRE DRIFTSKOSTNADER I DATTERSELSKAPER

I tillegg til forvaltningskostnadene presentert i tabell 11.2, 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 porteføljeresultatet direkte og er ikke en del av forvaltningsgodtgjøring. 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 6.3 i note 6 *Unotert eiendom* for ytterligere informasjon. Andre driftskostnader som påløper i konsoliderte datterselskaper presenteres i resultatregnskapet som *Andre kostnader*.

Note 12 Utlån og innlån med sikkerhetsstillelse

Utlån og innlån med sikkerhetsstillelse er transaksjoner hvor SPU overfører eller mottar verdipapirer eller kontanter fra en motpart, med sikkerhetsstillelse i andre verdipapirer eller kontanter. Transaksjoner er gjennomført under forskjellige avtaler som verdipapirutlånsavtaler, gjensalgs- og gjenkjøpsavtaler og aksjebytteavtaler i kombinasjon med kjøp eller salg av aksjer.

Formålet med utlån og innlån med sikkerhetsstillelse er å skape merinntekter fra SPUs beholdninger av verdipapirer og kontanter. Disse transaksjonene benyttes også i forbindelse med finansiering av verdipapirforvaltningen.

REGNSKAPSPRINSIPP

Inntekter og kostnader fra utlån og innlån med sikkerhetsstillelse

Inntekter og kostnader består hovedsakelig av renter og netto honorar som innregnes lineært over avtaleperioden. Dette presenteres i resultatregnskapet som *Inntekt/kostnad fra utlån med sikkerhetsstillelse* og *Inntekt/kostnad fra innlån med sikkerhetsstillelse*.

Tabell 12.1 gir en spesifisering av inntekter og kostnader fra utlån og innlån med sikkerhetsstillelse.

Tabell 12.1 Inntekt/kostnad fra utlån og innlån med sikkerhetsstillelse

Beløp i millioner kroner	2017	2016
Inntekt/kostnad fra utlån med sikkerhetsstillelse	3 532	4 013
Inntekt/kostnad fra innlån med sikkerhetsstillelse	-345	23
Netto inntekt/kostnad fra utlån og innlån med sikkerhetsstillelse	3 187	4 036

REGNSKAPSPRINSIPP

Overførte finansielle eiendeler

Ved utlån og innlån med sikkerhetsstillelse, fraregnes ikke det overførte verdipapiret ved inngåelsen av avtalen, da kriteriene for fraregning ikke er oppfylt. Siden motparten har rett til å selge eller pantsette verdipapiret, anses verdipapiret som overført. Overførte verdipapirer presenteres derfor på egne linjer i balansen, *Utlånte aksjer* og *Utlånte obligasjoner*. I avtaleperioden regnskapsføres de underliggende verdipapirene i samsvar med regnskapsprinsipper for det aktuelle verdipapiret.

Utlån med sikkerhetsstillelse

Kontantsikkerhet overført til motparter er fraregnet. En tilsvarende fordring på kontantbeløpet som skal returneres innregnes i balansen som en eiendel, *Utlån med sikkerhetsstillelse*. Denne eiendelen er utpekt ved førstegangsinnregning som finansiell eiendel målt til *virkelig verdi over resultatet*.

Innlån med sikkerhetsstillelse

Mottatt kontantsikkerhet innregnes i balansen som *Innskudd i banker* med en tilhørende forpliktelse, *Innlån med sikkerhetsstillelse*. Denne forpliktelsen er utpekt ved førstegangsinnregning som finansiell forpliktelse målt til *virkelig verdi over resultatet*.

Sikkerhet mottatt i form av verdipapirer

Sikkerhet mottatt i form av verdipapirer gjennom utlån og innlån med sikkerhetsstillelse, hvor SPU har rett til å selge eller pantsette verdipapiret, innregnes ikke i balansen, med mindre det er reinvestert.

Tabell 12.2 viser beløpet presentert som *Utlån med sikkerhetsstillelse* samt tilhørende sikkerheter mottatt i form av verdipapirer.

Tabell 12.2 Utlån med sikkerhetsstillelse

Beløp i millioner kroner	31.12.2017	31.12.2016
Utlån med sikkerhetsstillelse	185 046	134 338
Sum utlån med sikkerhetsstillelse	185 046	134 338
Tilhørende sikkerheter i form av verdipapirer (ikke-balanseført)		
Aksjer mottatt som sikkerhet	52 413	31 983
Obligasjoner mottatt som sikkerhet	134 430	106 400
Sum sikkerheter mottatt i form av verdipapirer knyttet til utlån	186 843	138 383

Tabell 12.3 viser overførte verdipapirer med tilknyttede forpliktelser i form av *Innlån med sikkerhetsstillelse*, samt sikkerheter mottatt i form av verdipapirer eller garantier.

Tabell 12.3 Overførte finansielle eiendeler og innlån med sikkerhetsstillelse

Beløp i millioner kroner	31.12.2017	31.12.2016
Overførte finansielle eiendeler		
Utlånte aksjer	411 664	340 865
Utlånte obligasjoner	591 277	454 735
Sum overførte finansielle eiendeler	1 002 941	795 600
Tilhørende kontantsikkerhet, innregnet som forpliktelse		
Innlån med sikkerhetsstillelse	260 136	213 520
Sum innlån med sikkerhetsstillelse	260 136	213 520
Tilhørende sikkerheter i form av verdipapirer eller garantier (ikke-balanseført)		
Aksjer mottatt som sikkerhet	573 127	388 340
Obligasjoner mottatt som sikkerhet	232 465	236 471
Garantier	12 537	9 701
Sum sikkerheter mottatt i form av verdipapirer eller garantier knyttet til overførte finansielle eiendeler	818 129	634 512

Enkelte sammenligningstall i tabellene ovenfor er omarbeidet for å samsvare med presentasjonen i

inneværende år. Dette har ingen påvirkning på tall innregnet i regnskapet.

Note 13 Sikkerhetsstillelse og motregning

REGNSKAPSPRINSIPP

Kontantsikkerhet ikke-børsnoterte derivattransaksjoner

Kontantsikkerhet avgitt i forbindelse med ikke-børsnoterte derivattransaksjoner er fraregnet og en tilsvarende fordring på kontantbeløpet som skal returneres er innregnet i balansen som *Avgitt kontantsikkerhet*. Kontantsikkerhet mottatt i forbindelse med ikke-børsnoterte derivattransaksjoner er innregnet i balansen som *Innskudd i banker* med en tilhørende forpliktelse, *Mottatt kontantsikkerhet*. Både *Avgitt kontantsikkerhet* og *Mottatt kontantsikkerhet* er utpekt ved førstegangsinnregning som finansielle eiendeler og forpliktelser målt til *virkelig verdi over resultatet*.

Motregning

Finansielle eiendeler og forpliktelser blir ikke motregnet og presentert netto i balansen, da kriteriene i IAS 32 *Finansielle instrumenter: Presentasjon* ikke er oppfylt. Tabell 13.1 inneholder derfor ikke en kolonne for beløp motregnet/nettoført i balansen.

Sikkerhetsstillelse

For flere motparter og transaksjonstyper vil det både avgis og mottas kontantsikkerhet til og fra samme motpart. Derfor vil mottatt kontantsikkerhet kunne nettes mot avgitt kontantsikkerhet, og omvendt, som vist i tabell 13.1. Balanselinjene *Avgitt kontantsikkerhet* og *Mottatt kontantsikkerhet* er utelukkende knyttet til ikke-børsnoterte derivattransaksjoner. I forbindelse med utlån og innlån med sikkerhetsstillelse vil det avgis og mottas sikkerhet i form av verdipapirer eller kontanter, se note 12 *Utlån og innlån med sikkerhetsstillelse* for mer informasjon.

Motregning

Tabell 13.1 viser en oversikt over finansielle eiendeler og forpliktelser, effekten av juridisk bindende nettingavtaler og relaterte sikkerheter for å redusere kredittrisiko. Kolonnen *Eiendeler/Forpliktelser i balansen som er gjenstand for netting* viser balanseført beløp for finansielle eiendeler og -forpliktelser som er underlagt juridisk bindende nettingavtaler. Disse beløpene er justert for

effekten av potensiell netting av balanseførte finansielle eiendeler og gjeld, samt avgitte eller mottatte sikkerheter, mot samme motpart. Den resulterende nettoeksponeringen er presentert i kolonnen *Eiendeler/Forpliktelser etter netting og sikkerheter*.

Enkelte nettingavtaler er vurdert som potensielt ikke juridisk bindende. Transaksjoner under slike avtaler vises sammen med uoppgjorte handler i kolonnen *Uoppgjorte handler og eiendeler/forpliktelser som ikke er underlagt bindende nettingavtale*. Uoppgjorte handler kan kanselleres dersom motparten går konkurs før eiendelene som omfattes av handelen er overført.

Ved motparts konkurs vil samlet oppgjør mellom Norges Bank og konkursboet kunne gjennomføres for enkelte grupper av instrumenter, uavhengig av om instrumentene tilhører SPU eller Norges Banks valutareserver. Slik kryssmotregning vil gjøres opp mellom disse porteføljene og er ikke justert for i tabellen.

Tabell 13.1 Eiendeler og forpliktelser som er gjenstand for nettingavtaler

Beløp i millioner kroner, 31.12.2017	Beløp som er underlagt bindende nettingavtale					Uoppgjorte handler og eiendeler som ikke er under- lagt bindende nettingavtale	Brutto balanse- førte finansielle eiendeler
	Eiendeler i balansen som er gjenstand for netting	Finansielle forpliktel- ser knyttet til samme motpart	Mottatt kontant- sikkerhet (innregnet som for- pliktelse)	Mottatt sikkerhet i verdipapirer (ikke inn- regnet)	Eiendeler etter netting og sikker- heter		
Beskrivelse							
EIENDELER							
Utlån med sikkerhetsstillelse	120 952	-	91 571	29 382	-	64 094	185 046
Avgitt kontantsikkerhet	1 894	1 878	-	-	16	-	1 894
Finansielle derivater	2 074	1 875	141	-	58	6 951	9 025
Totalt	124 920	3 753	91 712	29 382	74	71 045	195 965

Beløp i millioner kroner, 31.12.2017	Beløp som er underlagt bindende nettingavtale					Uoppgjorte handler og forpliktelser som ikke er underlagt bindende nettingavtale	Brutto balanse- førte finansielle forpliktel- ser
	Forpliktelser i balansen som er gjenstand for netting	Finansielle eiendeler knyttet til samme motpart	Avgitt kontant- sikkerhet (innregnet som eiendel)	Avgitt sikkerhet i verdipapirer (ikke fraregnet)	Forplikt- elser etter netting og sikker- heter		
Beskrivelse							
GJELD							
Innlån med sikkerhetsstillelse	202 291	-	91 571	110 337	383	57 845	260 136
Mottatt kontantsikkerhet	740	740	-	-	-	5 064	5 804
Finansielle derivater	3 919	1 875	1 342	-	701	-	3 919
Totalt	206 950	2 615	92 913	110 337	1 084	62 909	269 859

Beskrivelse	Beløp som er underlagt bindende nettingavtale						
	Eiendeler i balansen som er gjenstand for netting	Finansielle forpliktelser knyttet til samme motpart	Mottatt kontant-sikkerhet (innregnet som forpliktelse)	Mottatt sikkerhet i verdipapirer (ikke innregnet)	Eiendeler etter netting og sikkerheter	Uoppgjorte handler og eiendeler som ikke er underlagt bindende nettingavtale	Brutto balanseførte finansielle eiendeler
EIENDELER							
Utlån med sikkerhetsstillelse	121 263	-	106 368	14 895	-	13 075	134 338
Avgitt kontantsikkerhet	2 320	2 320	-	-	-	-	2 320
Finansielle derivater	5 114	2 519	2 573	-	22	4 252	9 366
Totalt	128 697	4 839	108 941	14 895	22	17 327	146 024

Beskrivelse	Beløp som er underlagt bindende nettingavtale					Uoppgjorte handler og forpliktelser som ikke er underlagt bindende nettingavtale	Brutto balanseførte finansielle forpliktelser
	Forpliktelser i balansen som er gjenstand for netting	Finansielle eiendeler knyttet til samme motpart	Avgitt kontant-sikkerhet (innregnet som eiendel)	Avgitt sikkerhet i verdipapirer (ikke fraregnet)	Forpliktelser etter netting og sikkerheter		
GJELD							
Innlån med sikkerhetsstillelse	193 462	-	106 368	87 094	-	20 058	213 520
Mottatt kontantsikkerhet	2 755	2 573	-	-	182	933	3 688
Finansielle derivater	4 501	2 519	1 982	-	-	-	4 501
Totalt	200 718	5 092	108 350	87 094	182	20 991	221 709

Note 14 Nærstående parter

REGNSKAPSPRINSIPP

Norges Bank er eid av staten og benytter seg av unntaksregelen i IAS 24.25 vedrørende opplysninger om transaksjoner og mellomværende, inkludert forpliktelser, med staten som nærstående part. Dette inkluderer transaksjoner med andre enheter som er nærstående parter, fordi staten har kontroll over, felles kontroll over, eller betydelig innflytelse over både Norges Bank og de andre enhetene.

Norges Bank, inkludert SPU, er et eget rettssubjekt som er heleid av staten ved Finansdepartementet. Se note 1 *Generell informasjon* for informasjon om forholdet mellom Finansdepartementet, Norges Bank og SPU. SPU gjennomfører alle transaksjoner til markedsvilkår.

TRANSAKSJONER MED STATEN

Finansdepartementet har plassert fondsmidlene til forvaltning i SPU som et kroneinnskudd på en særskilt konto i Norges Bank (*kronekontoen*).

Kroneinnskuddet er videre plassert til forvaltning hos Norges Bank Investment Management. I henhold til mandat for forvaltningen foretas overføringer til og fra kronekontoen. Se ytterligere informasjon om tilførsel/uttak i *Oppstilling av endringer i eiers kapital*.

TRANSAKSJONER MED NORGES BANK

Norges Bank har ingen økonomisk risiko knyttet til forvaltningen av SPU. Finansdepartementet refunderer Norges Bank for kostnader som påløper i forbindelse med forvaltningen av SPU gjennom en

forvaltningsgodtgjøring, se note 11 *Forvaltningskostnader*. I 2017 ble 3,7 milliarder kroner trukket fra kronekontoen for å betale skyldig forvaltningsgodtgjøring for 2016 til Norges Bank.

Interne handler mellom SPU og de langsiktige reservene i Norges Bank presenteres som en netto mellomværende mellom de to rapporteringsenhetene, på balanselinjene *Andre eiendeler* og *Annen gjeld*. Ved utgangen av 2017 representerte netto mellomværende mellom porteføljene en fordring på 292 millioner kroner for SPU. Tilhørende resultatposter presenteres netto i resultatregnskapet, som *Renteinntekter/kostnader*.

TRANSAKSJONER MED DATTERSELSKAPER

Datterselskaper av Norges Bank er utelukkende etablert som en del av forvaltningen av SPUs investeringer i unotert eiendom. For en oversikt over sentrale selskaper, se note 15 *Interesser i andre foretak*. For informasjon om transaksjoner med datterselskaper, se note 6 *Unotert eiendom*.

Note 15 Interesser i andre foretak

Investeringer i unotert eiendom utføres gjennom datterselskaper av Norges Bank, utelukkende etablert som en del av forvaltningen av SPU. Datterselskapene investerer, gjennom holdingselskaper, i enheter som investerer i eiendom. Disse selskapene kan være datterselskaper eller tilknyttede selskaper.

Det overordnede målet med eierskapsstrukturene benyttet for de unoterte eiendomsinvesteringene er å ivareta de finansielle verdiene under forvaltning

og å sikre høyest mulig avkastning etter kostnader i henhold til mandatet fra Finansdepartementet. Viktige kriterier i beslutningen av eierskapsstruktur har vært juridisk beskyttelse, eierskapsstyring og operasjonell effektivitet. Skattekostnader kan representere en vesentlig kostnad for de unoterte eiendomsinvesteringene. Forventet skattekostnad har derfor vært en av faktorene som har inngått i vurderingen av eierskapsstruktur.



Tabell 15.1 viser de sentrale selskapene som drifter og eier eiendommene, i tillegg til de konsoliderte datterselskapene.

Tabell 15.1 Eiendomsselskaper

Selskap	Forretnings- adresse	Eiendoms- adresse	Eierandel og stemme- andel i prosent	Effektiv eierandel av under- liggende eien- dommer i prosent	Innregnet fra
Ikke-konsoliderte selskaper					
Storbritannia					
NBIM George Partners LP ¹	London	London	100,00	25,00	2011
MSC Property Intermediate Holdings Limited	London	Sheffield	50,00	50,00	2012
NBIM Charlotte Partners LP	London	London	100,00	57,75	2014
NBIM Edward Partners LP	London	London	100,00	100,00	2014
NBIM Caroline Partners LP	London	London	100,00	100,00	2015
NBIM James Partners LP	London	London	100,00	100,00	2015
NBIM Henry Partners LP	London	London	100,00	100,00	2016
NBIM Elizabeth Partners LP	London	London	100,00	100,00	2016
Luxembourg					
NBIM S.à r.l.	Luxembourg	I/A	100,00	I/A	2011
Frankrike					
NBIM Louis SAS	Paris	Paris	100,00	50,00	2011
SCI 16 Matignon	Paris	Paris	50,00	50,00	2011
Champs Elysées Rond-Point SCI	Paris	Paris	50,00	50,00	2011
SCI PB 12	Paris	Paris	50,00	50,00	2011
SCI Malesherbes	Paris	Paris	50,00	50,00	2012
SCI 15 Scribe	Paris	Paris	50,00	50,00	2012
SAS 100 CE	Paris	Paris	50,00	50,00	2012
SCI Daumesnil	Paris	Paris	50,00	50,00	2012
SCI 9 Messine	Paris	Paris	50,00	50,00	2012
SCI Pasquier	Paris	Paris	50,00	50,00	2013
NBIM Marcel SCI	Paris	Paris	100,00	100,00	2014
NBIM Victor SCI	Paris	Paris	100,00	100,00	2016
NBIM Eugene SCI	Paris	Paris	100,00	100,00	2017

¹ En eiendom i dette selskapet, 20 Air Street, har fra 1. september 2017 en eierandel på 50 prosent.

Selskap	Forretnings- adresse	Eiendoms- adresse	Eierandel og stemme- andel i prosent	Effektiv eierandel av under- liggende eien- dommer i prosent	Innregnet fra
Tyskland					
Die Welle 1 Frankfurt Immobilien GmbH & Co. KG	Köln	Frankfurt	50,00	50,00	2012
Die Welle 3 Frankfurt Immobilien GmbH & Co. KG	Köln	Frankfurt	50,00	50,00	2012
NKE Neues Kranzler Eck Berlin Immobilien GmbH & Co. KG	Köln	Berlin	50,00	50,00	2012
Tower SZ Munich GmbH & Co. KG	Hamburg	München	50,00	50,00	2013
STEG LBG 2 S.C.S	Luxembourg	München	94,90	94,90	2014
STEG LBG 3 S.C.S	Luxembourg	München	94,90	94,90	2014
Sveits					
NBIM Antoine CHF S.à r.l.	Luxembourg	Zürich	100,00	100,00	2012
Europa					
Prologis European Logistics Partners S.à r.l.	Luxembourg	Flere europeiske byer	50,00	50,00	2013
USA					
T-C 1101 Pennsylvania Venture LLC	Wilmington, DE	Washington	49,90	49,90	2013
T-C Franklin Square Venture LLC	Wilmington, DE	Washington	49,90	49,90	2013
T-C 33 Arch Street Venture LLC	Wilmington, DE	Boston	49,90	49,90	2013
T-C 470 Park Avenue South Venture LLC	Wilmington, DE	New York	49,90	49,90	2013
T-C 475 Fifth Avenue Venture LLC	Wilmington, DE	New York	49,90	49,90	2013
No. 1 Times Square Development LLC	Wilmington, DE	New York	45,00	45,00	2013
OFC Boston LLC	Wilmington, DE	Boston	47,50	47,50	2013
425 MKT LLC	Wilmington, DE	San Francisco	47,50	47,50	2013
555 12th LLC	Wilmington, DE	Washington	47,50	47,50	2013
Prologis U.S. Logistics Venture LLC	Wilmington, DE	Flere amerikanske byer	46,30	44,96	2014
OBS Boston LLC	Wilmington, DE	Boston	47,50	47,50	2014
100 Federal JV LLC	Wilmington, DE	Boston	45,00	45,00	2014
Atlantic Wharf JV LLC	Wilmington, DE	Boston	45,00	45,00	2014
BP/CGCenter MM LLC	Wilmington, DE	New York	45,00	45,00	2014
T-C 2 Herald Square Venture LLC	Wilmington, DE	New York	49,90	49,90	2014
T-C 800 17th Street Venture NW LLC	Wilmington, DE	Washington	49,90	49,90	2014

Selskap	Forretnings- adresse	Eiendoms- adresse	Eierandel og stemme- andel i prosent	Effektiv eierandel av under- liggende eien- dommer i prosent	Innregnet fra
T-C Foundry Sq II Venture LLC	Wilmington, DE	San Francisco	49,90	49,90	2014
T-C Hall of States Venture LLC	Wilmington, DE	Washington	49,90	49,90	2014
SJP TS JV LLC	Wilmington, DE	New York	45,00	45,00	2015
T-C Republic Square Venture LLC	Wilmington, DE	Washington	49,90	49,90	2015
T-C 888 Brannan Venture LLC	Wilmington, DE	San Francisco	49,90	49,90	2015
Hudson Square Properties, LLC	Wilmington, DE	New York	48,00	48,00	2015
ConSquare LLC	Wilmington, DE	Washington	47,50	47,50	2016
100 First Street Member LLC	Wilmington, DE	San Francisco	44,00	44,00	2016
303 Second Street Member LLC	Wilmington, DE	San Francisco	44,00	44,00	2016
900 16th Street Economic Joint Venture (DE) LP	Wilmington, DE	Washington	49,00	49,00	2017
1101 NYA Economic Joint Venture (DE) LP	Wilmington, DE	Washington	49,00	49,00	2017
375 HSP LLC	Wilmington, DE	New York	48,00	48,00	2017
Japan					
TMK Tokyo TN1	Tokyo	Tokyo	70,00	70,00	2017
Konsoliderte datterselskaper					
Singapore					
NBRE Management Singapore Pte. Ltd.	Singapore	I/A	100,00	I/A	2015
Japan					
NBRE Management Japan Advisors K.K.	Tokyo	I/A	100,00	I/A	2015
Storbritannia					
NBRE Management Europe Limited	London	I/A	100,00	I/A	2016

Aktiviteten i de konsoliderte datterselskapene består av å yte investeringsrelaterte tjenester til SPU. Aktiviteten presenteres i resultatregnskapet som *Andre kostnader* og inngår i balanselinjene *Andre eiendeler* og *Annen gjeld*.

I tillegg til selskapene vist i tabell 15.1 har Norges Bank heleide holdingselskaper etablert som en del

av investeringene i unotert eiendom. Disse holdingselskapene har ingen drift og eier ingen eiendommer direkte. Holdingselskapene har forretningsadresse enten i samme land som eiendommen, i tilknytning til NBIM S.à r.l. i Luxembourg, eller i Norge for holdingselskapene etablert for investeringer i eiendom i Japan.

Uavhengig revisors beretning

Uttalelse om revisjonen av regnskapsrapporteringen

Konklusjon

Vi har revidert regnskapsrapporteringen for investeringsporteføljen til Statens pensjonsfond utland som inngår som en del av Norges Banks årsregnskap. Datterselskaper av Norges Bank som utelukkende utgjør investeringer som ledd i forvaltningen av investeringsporteføljen inngår i regnskapsrapporteringen. Regnskapsrapporteringen består av balanse per 31. desember 2017, resultatregnskap, oppstilling av endringer i eiers kapital og kontantstrømoppstilling for regnskapsåret avsluttet per denne datoen, og noter til regnskapsoppstillingen, herunder et sammendrag av viktige regnskapsprinsipper.

Etter vår mening er den medfølgende regnskapsrapporteringen avgitt i samsvar med lov og forskrifter og gir et rettvise bilde av den finansielle stilling for investeringsporteføljen til Statens pensjonsfond utland per 31. desember 2017, og av resultater og kontantstrømmer for regnskapsåret avsluttet per denne datoen i samsvar med International Financial Reporting Standards som fastsatt av EU.

Grunnlag for konklusjonen

Vi har gjennomført revisjonen i samsvar med lov, forskrift og god revisjonsskikk i Norge, herunder de internasjonale revisjonsstandardene International Standards on Auditing (ISA-ene). Våre oppgaver og plikter i henhold til disse standardene er beskrevet i Revisors oppgaver og plikter ved revisjon av regnskapsrapporteringen. Vi er uavhengige av Norges Bank slik det kreves i lov og forskrift, og har overholdt våre øvrige etiske forpliktelser i samsvar med disse kravene. Etter vår oppfatning er innhentet revisjonsbevis tilstrekkelig og hensiktsmessig som grunnlag for vår konklusjon.

Sentrale forhold ved revisjonen

Sentrale forhold ved revisjonen er de forhold vi mener var av størst betydning ved revisjonen av regnskapsrapporteringen for 2017. Disse forholdene ble håndtert ved revisjonens utførelse og da vi dannet oss vår mening om regnskapsrapporteringen som helhet. Vi konkluderer ikke særskilt på disse forholdene.

Forvaltning av aksje og renteporteføljen

Beskrivelse av sentrale forhold	Hvordan vår revisjon adresserte sentrale forhold
<p>Prosesser og kontrollaktiviteter i aksje og renteforvaltningen knyttet til blant annet gjennomføring av handler, utlån og innlån med sikkerhetsstillelse, inntektsføring av renter og utbytte, verdsettelse, gevinst- og tapsberegning, valutaomregning og avkastnings- og risikomåling er i utstrakt grad automatisert.</p> <p>Avvik i de automatiserte prosessene analyseres og følges opp.</p> <p>Norges Banks IT-systemer er basert på standardsystemer med ulik grad av tilpasninger og endringer. Den tekniske drift av IT-systemene er i stor grad utkontraktert til ulike tjenesteleverandører. IT-systemene som benyttes i forvaltningen er helt sentrale for regnskapsføring og rapportering.</p> <p>Det vises til nærmere beskrivelse om utvikling, forvaltning og drift av IT-systemene i Norges Bank, se kapittel 5.1 Forvaltningsorganisasjonen i årsrapporten for 2017.</p> <p>God styring og kontroll i de automatiserte forvaltningsprosessene og i avvikshåndtering er av vesentlig betydning for å sikre nøyaktig, fullstendig og pålitelig finansiell rapportering og er derfor et sentralt forhold i revisjonen.</p>	<p>Norges Bank har etablert overordnede styringsmodeller og kontrollaktiviteter for oppfølgingen av aksje og renteforvaltningen.</p> <p>Vi vurderte de deler av de overordnede styringsmodeller som er relevante for finansiell rapportering.</p> <p>Vi vurderte og testet utformingen av utvalgte kontrollaktiviteter knyttet til IT-drift, endringshåndtering og informasjonssikkerhet. For et utvalg av disse kontrollaktivitetene testet vi om de hadde fungert i perioden.</p> <p>Vi vurderte og testet utformingen av utvalgte automatiserte kontrollaktiviteter i IT-systemene knyttet til gjennomføring av handler, utlån og innlån med sikkerhetsstillelse, inntektsføring av renter og utbytte, verdsettelse, gevinst- og tapsberegning, valutaomregning og avkastnings- og risikomåling. For et utvalg av disse kontrollaktivitetene testet vi om de hadde fungert i perioden.</p> <p>Vi vurderte og testet utformingen av utvalgte manuelle kontrollaktiviteter for de ovennevnte områder knyttet til analyse og oppfølging av avvik som ble identifisert gjennom de automatiserte prosessene. For et utvalg av disse kontrollaktivitetene testet vi om de hadde fungert i perioden.</p> <p>Vi vurderte ulike tredjepartsbekreftelser (ISAE 3402-rapporter) fra Norges Banks tjenesteleverandører som benyttes i forvaltningen med hensyn til om disse hadde tilfredsstillende internkontroll på områder som har betydning for Norges Banks finansielle rapportering.</p> <p>Vi har benyttet egne IT-spesialister i arbeidet med å forstå den overordnede styringsmodellen for IT og i vurderingen og testingen av kontrollaktivitetene knyttet til IT.</p>

Verdsettelse av investeringer i unotert eiendom

Beskrivelse av sentrale forhold	Hvordan vår revisjon adresserte sentrale forhold
<p>Statens pensjonsfond utland har investert i unotert eiendom gjennom datterselskaper av Norges Bank. Investeringene i datterselskapene presentert som unotert eiendom i balansen måles til virkelig verdi. Se note 6 og note 7 for en beskrivelse av investeringene, regnskapsprinsipper og verdsettelsesmetoder.</p> <p>Verdsettelse av unoterte eiendomsinvesteringer er beheftet med usikkerhet og bygger på informasjon om den enkelte eiendomstype og beliggenhet, samt en rekke forutsetninger og estimater.</p> <p>Forutsetningene og estimatene er avgjørende for verdsettelsen og verdsettelse av unotert eiendom er derfor et sentralt forhold i vår revisjon.</p>	<p>Norges Bank har etablert ulike kontrollaktiviteter for oppfølging av verdsettelsene foretatt av de eksterne verdsetterne. Vi vurderte og testet utformingen av utvalgte kontrollaktiviteter knyttet til viktige forutsetninger og estimater, herunder fremtidige inntekter, kostnader og relevante diskonteringsrenter. For et utvalg eiendommer testet vi om disse kontrollaktivitetene hadde fungert i perioden.</p> <p>For et utvalg forretningseiendommer i Frankrike og USA, mottok vi gjennom året de eksterne verdsettelsesrapportene fra Norges Bank og kontrollerte at benyttede verdsettelsesmetoder var i overensstemmelse med anerkjente verdsettelsesstandarder og praksis. Vi kontrollerte deler av leieinntektene mot budsjett og rimelighetsvurderte estimater for fremtidige leieinntekter og diskonteringsrenter mot eksterne kilder. Vi vurderte verdsetterens uavhengighet, kvalifikasjoner og erfaringer.</p> <p>Vi benyttet egne eksperter i arbeidet med kontroll av verdsettelsesrapportene.</p> <p>Vi avstemte at virkelig verdi i den finansielle rapportering var i overensstemmelse med verdsettelsesrapportene.</p> <p>Vi vurderte om opplysningene i note 6 og 7 om verdsettelse av unotert eiendom var dekkende.</p>

Noteinformasjon om avkastning og risiko

Beskrivelse av sentrale forhold	Hvordan vår revisjon adresserte sentrale forhold
<p>Avkastning måles i norske kroner og i valuta basert på en vektet sammensetning av valutaene i fondets referanseindekser for aksjer og obligasjoner.</p> <p>I forvaltningsmandatet for Statens pensjonsfond utland er det gitt flere rammer og begrensninger for forvaltningen. Mandatet fastsatt av Finansdepartementet ble endret fra 1. januar 2017. Alle fondets investeringer, inkludert unoterte eiendomsinvesteringer, er nå inkludert i beregning av forventet relativ volatilitet, og måles mot fondets referanseindeks som består av globale aksje- og obligasjonsindekser.</p> <p>Absolutt og relativ avkastningsinformasjon for Statens pensjonsfond utlands investeringer i aksjer og obligasjoner fremgår av note 3 Avkastning per aktivaklasse. Informasjon om risiko fremgår av note 8 Risiko.</p> <p>Måling av absolutt og relativ avkastning og informasjon om markedsrisiko som er presentert i note 8, tabell 8.5 og 8.6 og i avsnittet om volatilitet og samvariasjonsrisiko, er viktige opplysninger om resultatene av og risikoen i forvaltningen av Statens pensjonsfond utland og er derfor et sentralt forhold i revisjonen.</p>	<p>Norges Bank har etablert ulike kontrollaktiviteter knyttet til beregning av avkastning og markedsrisiko.</p> <p>For avkastningsinformasjon vurderte og testet vi utvalgte kontrollaktiviteter knyttet til beregningsformlene, sammenheng mellom regnskap og avkastningsmåling, og at informasjon fra eksterne kilder var nøyaktig og riktig anvendt i beregningene.</p> <p>I tillegg etterregnet vi at absolutt avkastning for hele året, og relativ avkastning for utvalgte dager var riktig beregnet i tråd med metodene som er beskrevet i note 3.</p> <p>For informasjon om markedsrisiko i note 8 tabell 8.5 og 8.6, og i avsnittet om volatilitet og samvariasjonsrisiko vurderte vi om beregningene var foretatt i samsvar med beskrivelsen av beregningsmetoder og forutsetninger som fremkommer i note 8. I tillegg vurderte og testet vi utformingen av utvalgte kontroller etablert i Norges Bank for å følge opp og kontrollere tjenesteleverandøren. For et utvalg av disse kontrollaktivitetene testet vi om de hadde fungert i perioden.</p> <p>Vi innhentet og sammenstilte rapportene fra tjenesteleverandøren om markedsrisiko med opplysningene i note 8 tabell 8.5 og 8.6 og opplysningene om ekstremavviksrisiko i avsnittet om volatilitet og samvariasjonsrisiko.</p> <p>Vi vurderte om opplysningene om avkastning i note 3 og om opplysningene om markedsrisiko i note 8, tabell 8.5 og 8.6, og i avsnittet om volatilitet og samvariasjonsrisiko var dekkende.</p>

Øvrig informasjon

Ledelsen er ansvarlig for øvrig informasjon. Øvrig informasjon består av årsrapporten for 2017, men inkluderer ikke regnskapsrapporteringen og revisjonsberetningen.

Vår uttalelse om revisjonen av regnskapsrapporteringen dekker ikke øvrig informasjon, og vi attesterer ikke den øvrige informasjonen.

I forbindelse med revisjonen av regnskapsrapporteringen er det vår oppgave å lese øvrig informasjon med det formål å vurdere hvorvidt det foreligger vesentlig inkonsistens mellom øvrig informasjon og regnskapsrapporteringen, kunnskap vi har opparbeidet oss under revisjonen, eller hvorvidt den tilsynelatende inneholder vesentlig feilinformasjon.

Dersom vi konkluderer med at den øvrige informasjonen inneholder vesentlig feilinformasjon er vi pålagt å rapportere det. Vi har ingenting å rapportere i så henseende.

Hovedstyret og ledelsens ansvar for regnskapsrapporteringen

Hovedstyret og ledelsen er ansvarlig for å utarbeide regnskapsrapporteringen i samsvar med lov og forskrifter, herunder for at det gir et rettviseende bilde i samsvar med International Financial Reporting Standards som fastsatt av EU. Hovedstyret og ledelsen er også ansvarlig for slik intern kontroll som de finner nødvendig for å kunne utarbeide et regnskap som ikke inneholder vesentlig feilinformasjon, verken som følge av misligheter eller utilsiktede feil.

Revisors oppgaver og plikter ved revisjonen av regnskapsrapporteringen

Vårt mål med revisjonen er å oppnå betryggende sikkerhet for at regnskapsrapporteringen som helhet ikke inneholder vesentlig feilinformasjon, verken som følge av misligheter eller utilsiktede feil, og å avgi en revisjonsberetning som inneholder vår konklusjon. Betryggende sikkerhet er en høy grad av sikkerhet, men ingen garanti for at en revisjon utført i samsvar med lov, forskrift og god revisjonsskikk i Norge, herunder ISA-ene, alltid vil avdekke vesentlig feilinformasjon som eksisterer. Feilinformasjon kan oppstå som følge av misligheter eller utilsiktede feil. Feilinformasjon blir vurdert som vesentlig dersom den enkeltvis eller samlet med rimelighet kan forventes å påvirke økonomiske beslutninger som brukerne foretar basert på regnskapsrapporteringen.

Som del av en revisjon i samsvar med lov, forskrift og god revisjonsskikk i Norge, herunder ISA-ene, utøver vi profesjonelt skjønn og utviser profesjonell skepsis gjennom hele revisjonen. I tillegg:

- identifiserer og anslår vi risikoen for vesentlig feilinformasjon i regnskapet, enten det skyldes misligheter eller utilsiktede feil. Vi utformer og gjennomfører revisjonshandlinger for å håndtere slike risikoen, og innhenter revisjonsbevis som er tilstrekkelig og hensiktsmessig som grunnlag for vår konklusjon. Risikoen for at vesentlig feilinformasjon som følge av misligheter ikke blir

avdekket, er høyere enn for feilinformasjon som skyldes utilsiktede feil, siden misligheter kan innebære samarbeid, forfalskning, bevisste utelatelser, uriktige fremstillinger eller overstyring av intern kontroll.

- opparbeider vi oss en forståelse av den interne kontroll som er relevant for revisjonen, for å utforme revisjonshandlinger som er hensiktsmessige etter omstendighetene, men ikke for å gi uttrykk for en mening om effektiviteten av Norges Banks interne kontroll.
- evaluerer vi om de anvendte regnskapsprinsippene er hensiktsmessige og om regnskapsestimatene og tilhørende noteopplysninger utarbeidet av hovedstyret og ledelsen er rimelige.
- evaluerer vi den samlede presentasjonen, strukturen og innholdet, inkludert tilleggsopplysningene, og hvorvidt regnskapsrapporteringen representerer de underliggende transaksjonene og hendelsene på en måte som gir et rettviseende bilde.

Vi kommuniserer med hovedstyret blant annet om det planlagte omfanget av revisjonen og til hvilken tid revisjonsarbeidet skal utføres. Vi utveksler også informasjon om forhold av betydning som vi har avdekket i løpet av revisjonen, herunder om eventuelle svakheter av betydning i den interne kontrollen.

Vi gir hovedstyret en uttalelse om at vi har etterlevd relevante etiske krav til uavhengighet, og om at vi har kommunisert og vil kommunisere med dem alle relasjoner og andre forhold som med rimelighet kan tenkes å kunne påvirke vår uavhengighet, og, der det er relevant, om tilhørende forholdsregler.

Av de sakene vi har kommunisert med hovedstyret, tar vi standpunkt til hvilke som var av størst betydning for revisjonen av regnskapsrapporteringen for den aktuelle perioden, og som derfor er sentrale forhold ved revisjonen. Vi beskriver disse sakene i revisjonsberetningen med mindre lov eller forskrift hindrer offentliggjøring av saken, eller dersom vi, i ekstremt sjeldne tilfeller, beslutter at en sak ikke skal omtales i beretningen siden de negative konsekvensene av en slik offentliggjøring med rimelighet må forventes å oppveie allmennhetens interesse av at saken blir omtalt.

Oslo 7. februar 2018
Deloitte AS



Henrik Woxholt
statsautorisert revisor





ISSN 1891-1331(trykk) / ISSN 2464-3122 (nett)

Design: Scandinavian Design Group

Foto: Hans Fredrik Asbjørnsen, Johnér Bildbyrå AB/Jan Töve, Offset, Shutterstock,
Pa Photos/NTB Scanpix, Samfoto, Tomoaki Nozawa/EyeEm, Veolia.

Papir: Galerie Art Silk 300 g / Matt 150 g

Produksjon: 07 Media AS | Opplag 1 200



NORGES BANK INVESTMENT MANAGEMENT
Bankplassen 2, P.O. Box 1179 Sentrum, NO-0107 Oslo, Norway
T: +47 24 07 30 00, www.nbim.no